



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

09 | 2008

10 | 2008

11 | 2008

12 | 2008

BOLETÍN MENSUAL
ENERO





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL ENERO 2008

En el año 2008,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 10 euros.

*Traducción provisional realizada por el Banco de España.
La publicación impresa definitiva del Boletín Mensual del
BCE en español puede diferenciarse ligeramente de esta
versión, al incluir modificaciones (por ejemplo, tipográfi-
cas y ortográficas) que, en cualquier caso, no afectarán al
contenido del documento.*

© Banco Central Europeo, 2008

© De la traducción: Banco de España,
Madrid, 2008

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

*Este Boletín ha sido elaborado bajo la
responsabilidad del Comité Ejecutivo
del BCE. Su traducción y su publicación
corren a cargo de los bancos centrales
nacionales.*

*Todos los derechos reservados. Se permi-
te la reproducción para fines docentes o
sin ánimo de lucro, siempre que se cite
la fuente.*

*La recepción de información estadística
para elaborar este Boletín se ha cerrado
el 9 de enero de 2008.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Entorno exterior de la zona del euro	
Evolución monetaria y financiera	
Precios y costes	
Producto, demanda y mercado de trabajo	
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	

Recuadros

1 Operaciones de liquidez recientes y su impacto sobre los agregados monetarios	5
2 Revisión de las estadísticas sobre negociación, compensación y liquidación de pagos y valores	9
3 Evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC: incidencia de los efectos de base	9
4 Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro: resultados de la reciente publicación de la base de datos EU KLEMS	15
5 La zona del euro tras la incorporación de Chipre y Malta	39
6 Evolución reciente de la posición de inversión internacional de la zona del euro	46

ARTÍCULOS

Evolución de la productividad y política monetaria	67
Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro	81
Experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas	97

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO

SI

ANEXOS

16 Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
28 Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2007	III
Glosario	IX

ABREVIATURAS

PAÍSES

BE	Bélgica	HU	Hungría
BG	Bulgaria	MT	Malta
CZ	República Checa	NL	Países Bajos
DK	Dinamarca	AT	Austria
DE	Alemania	PL	Polonia
EE	Estonia	PT	Portugal
IE	Irlanda	RO	Rumanía
GR	Grecia	SI	Eslovenia
ES	España	SK	Eslovaquia
FR	Francia	FI	Finlandia
IT	Italia	SE	Suecia
CY	Chipre	UK	Reino Unido
LV	Letonia	JP	Japón
LT	Lituania	US	Estados Unidos
LU	Luxemburgo		

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios del Total de la Economía
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 3)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo en la frontera del exportador
HWWI	Hamburg Institute of International Economics
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

De acuerdo con la práctica de la Comunidad, los países de la UE se enumeran en este Boletín en el orden alfabético correspondiente a las respectivas lenguas nacionales.



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 10 de enero de 2008, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. De acuerdo con la información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno, del 6 de diciembre de 2007, siguen existiendo fuertes presiones al alza a corto plazo sobre la inflación, y la tasa de inflación medida por el IAPC se mantuvo en diciembre en el 3,1%. Por lo que respecta al medio plazo, en un contexto de intenso crecimiento del dinero en circulación y del crédito, la valoración del Consejo de Gobierno acerca de la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios ha quedado plenamente confirmada. El Consejo de Gobierno sigue preparado para actuar de forma preventiva, a fin de que los efectos de segunda vuelta y los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo no lleguen a materializarse y, en consecuencia, las expectativas de inflación a medio y a largo plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. De acuerdo con el mandato que tiene encomendado, dicho anclaje es una prioridad fundamental para el Consejo de Gobierno. Aunque los fundamentos económicos de la zona del euro son sólidos, el impacto potencial sobre la economía real de la actual revisión de la valoración del riesgo en los mercados financieros sigue sujeto a incertidumbre y los riesgos para las perspectivas de la actividad económica apuntan a la baja. Durante las próximas semanas, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento muy atento de todos los factores.

Comenzando con el análisis económico, los últimos datos sobre la actividad económica indican que, en el último trimestre, el crecimiento intertrimestral se ha ralentizado respecto a la tasa del 0,8% registrada en el tercer trimestre del 2007 (corregida al alza desde el 0,7%). Esta valoración resulta acorde con los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores que, si bien muestran un descenso durante los últimos meses, se mantienen por lo general en niveles que siguen apuntando a una continuación del crecimiento.

El escenario de referencia del Consejo de Gobierno sigue siendo el de un crecimiento del PIB real

en consonancia con su tendencia potencial. Los fundamentos económicos de la zona del euro son sólidos, la rentabilidad empresarial se ha mantenido, el crecimiento del empleo ha sido robusto y el desempleo ha disminuido hasta niveles no registrados en los últimos veinticinco años. Por consiguiente, el crecimiento del consumo debería seguir contribuyendo a la expansión económica, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, y el de la inversión, continuar sirviendo de apoyo. Sobre la base de la expectativa de que la economía mundial, considerada en conjunto, mantendrá su fortaleza —la desaceleración del crecimiento económico en Estados Unidos mitigada por la continuación del dinamismo de las economías emergentes— la demanda exterior debería seguir respaldando las exportaciones de la zona del euro.

No obstante, la incertidumbre respecto a las perspectivas de crecimiento económico sigue siendo elevada y los riesgos para el escenario de la actividad económica apuntan a la baja. Dichos riesgos se relacionan principalmente con la posibilidad de que la revisión en curso de la valoración del riesgo en los mercados financieros tenga un impacto más generalizado de lo actualmente previsto sobre las condiciones de financiación y sobre el clima económico, que podría afectar negativamente al crecimiento mundial y de la zona del euro. Otros riesgos a la baja se derivan de la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas, de la preocupación por las presiones proteccionistas y de una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

Respecto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en diciembre del 2007 en el 3,1%, sin variación respecto a noviembre. Esto confirma la fortaleza de las presiones al alza sobre la inflación en el corto plazo, con origen, principalmente, en los acusados incrementos de los precios del petróleo y de los alimentos en los últimos meses.

De cara al futuro, se espera que en los próximos meses la tasa de inflación interanual medida por el

IAPC se mantenga en niveles significativamente superiores al 2% y es probable que se modere de forma gradual en el curso del 2008. Por tanto, el episodio temporal de tasas de inflación elevadas sería algo más prolongado de lo previsto anteriormente. Además, es importante destacar que la expectativa de moderación de la tasa de inflación —contemplada en la proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre del 2007— se basa en el supuesto de una cierta corrección de las recientes subidas de los precios de las materias primas —en línea con la información actualmente implícita en los precios de los contratos de futuros— y, sobre todo, en el supuesto de que la reciente aceleración de los precios del petróleo y de los alimentos y su incidencia en la inflación medida por el IAPC no tengan efectos de segunda vuelta sobre la fijación de los salarios y de los precios.

Se ha confirmado la existencia de riesgos al alza para la evolución de los precios a medio plazo. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de un crecimiento de los salarios más dinámico de lo esperado actualmente, teniendo en cuenta la existencia de restricciones de capacidad y la evolución favorable del mercado de trabajo. Por otra parte, la capacidad de fijación de precios de las empresas, especialmente en los segmentos de mercado con un bajo nivel de competencia, podría ser mayor de lo previsto. En este contexto, resulta crucial que todas las partes asuman sus responsabilidades y evitar que se produzcan efectos de segunda vuelta en la fijación de precios y salarios derivados de las actuales tasas de inflación. En la opinión del Consejo de Gobierno, esto es absolutamente esencial a fin de mantener la estabilidad de precios a medio plazo y, en consecuencia, el poder adquisitivo de los ciudadanos de la zona del euro. El Consejo de Gobierno realiza un seguimiento particularmente atento de las negociaciones salariales de los países de la zona del euro. A este respecto, debe eliminarse cualquier tipo de esquema de indiciación de los salarios nominales a los precios. Por último, podrían producirse nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, manteniéndose la fuerte tendencia alcista de los últimos meses, así como incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos superiores a los previstos hasta ahora.

El análisis monetario confirma que siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. El crecimiento del dinero y del crédito ha mantenido su vigor durante los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual de M3, que se mantuvo en el 12,3% en noviembre, puede haber estado influida por diversos factores de naturaleza temporal, como el aplanamiento de la curva de tipos de interés, las perturbaciones de los mercados financieros y operaciones específicas asociadas con la reestructuración de ciertos grupos bancarios. Sin embargo, aun teniendo en cuenta estos factores particulares, la tasa subyacente de expansión monetaria sigue siendo fuerte. Además, el crecimiento sostenido de los préstamos al sector privado interno, que registró una tasa interanual del 11,0% en noviembre, indica que la expansión monetaria ha continuado siendo vigorosa. La evolución monetaria sigue requiriendo un seguimiento muy atento, tanto para detectar tendencias asociadas a presiones inflacionistas a más largo plazo como para facilitar un mejor entendimiento de la evolución a más corto plazo.

Dicho seguimiento permitirá obtener, además, una descripción más completa de la respuesta del sector privado al aumento de la volatilidad en los mercados financieros. En este momento, considerando la evolución reciente de los mercados financieros, reviste especial importancia realizar una evaluación general de las tendencias subyacentes de la expansión monetaria y crediticia. El incremento de la volatilidad financiera puede influir en el comportamiento a corto plazo de los tenedores de saldos monetarios y, en consecuencia, complicar la obtención de la tendencia subyacente de la evolución monetaria. Paralelamente, los datos monetarios y crediticios también pueden ofrecer información relevante sobre cómo instituciones financieras, hogares y empresas han respondido a las perturbaciones de los mercados financieros.

No obstante, por el momento, existe poca evidencia de que las perturbaciones observadas en los mercados financieros desde principios de agosto hayan influido significativamente en la evolución del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios. De hecho, los préstamos al sector privado interno han mantenido su dinamismo en

los últimos meses, lo que podría indicar que, hasta ahora, no han existido restricciones para la oferta de crédito. La moderación del crecimiento de M1 y del endeudamiento de los hogares durante los últimos trimestres obedece a la subida de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005, más que a la influencia de las perturbaciones financieras. El endeudamiento de las sociedades no financieras sigue siendo muy intenso. Se necesitarán nuevos datos y análisis para obtener un cuadro más preciso de la influencia de la evolución de los mercados financieros en los balances de las entidades de crédito, en las condiciones de financiación y en la expansión monetaria y crediticia.

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma plenamente la valoración de que existen riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, en un entorno de gran vigor de la expansión monetaria y crediticia y de solidez de los fundamentos económicos de la zona del euro. Paralelamente, continúa existiendo incertidumbre acerca de la incidencia en la economía real de la actual revisión de la valoración del riesgo en los mercados financieros. En consecuencia, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento muy atento de todos los factores y sigue preparado para actuar de forma preventiva, a fin de que los efectos de segunda vuelta y los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo no lleguen a materializarse y, en consecuencia, las expectativas de inflación a medio y a largo plazo se mantengan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Dicho anclaje es una prioridad fundamental para el Consejo de Gobierno, de acuerdo con el mandato que tiene encomendado.

Por lo que se refiere a la política fiscal, la mayoría de los países de la zona del euro han presentado sus programas de estabilidad actualizados. Sobre

esta base, tras una reducción de la ratio de déficit del conjunto de la zona del euro en el 2007, se proyecta que en el 2008 se producirá un aumento de dicha ratio a pesar de que muchos países no han alcanzado situaciones presupuestarias saneadas. Existe un claro riesgo de que muchos países no cumplan con las disposiciones de carácter preventivo establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, lo que iría en detrimento de la credibilidad del Pacto. En el 2008, en algunos de los países con desequilibrios fiscales el nivel de saneamiento será inferior al mínimo requerido del 0,5% del PIB en términos estructurales. Será necesaria la adopción de políticas mucho más ambiciosas a fin de garantizar que todos los países logren sus objetivos a medio plazo antes de finales del 2010, de conformidad con los compromisos adquiridos en abril del 2007.

En lo que se refiere a las reformas estructurales, ha comenzado el nuevo ciclo de tres años de la Estrategia de Lisboa para el crecimiento y el empleo. Aunque los progresos logrados en los últimos tres años de la estrategia relanzada son alentadores, resulta importante que los gobiernos intensifiquen sus esfuerzos para impulsar reformas encaminadas a lograr una mejora del conocimiento y la innovación, de la competitividad y de la flexibilidad del mercado de trabajo. Dichas reformas son esenciales para incrementar la productividad y las oportunidades de empleo en la zona del euro.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. En el primero se analiza la evolución de la productividad en la zona del euro y sus implicaciones para la política monetaria. El segundo artículo analiza las oportunidades y retos derivados de la globalización. En el tercer artículo se examina la experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

En general, la actividad económica mundial continúa siendo sólida, ya que la robusta situación económica imperante en los mercados emergentes sigue atenuando las repercusiones mundiales de la desaceleración que atraviesa Estados Unidos. Debido a la subida de los precios de las materias primas y a desfavorables efectos de base, la inflación general medida por los precios de consumo repuntó de forma acusada en los países industrializados en noviembre. En general, se estima que los riesgos para las perspectivas de crecimiento se sitúan a la baja y se relacionan, principalmente, con la posibilidad de un impacto más generalizado de lo actualmente esperado sobre las condiciones de financiación y el clima económico de la actual revisión de la valoración del riesgo en los mercados financieros, con un impacto negativo sobre el crecimiento mundial y el de la zona del euro. Otros riesgos a la baja se asocian a la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas, así como con la preocupación por las presiones proteccionistas y por una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

En general, la actividad económica mundial continúa siendo sólida, ya que la robusta situación económica imperante en los mercados emergentes sigue atenuando las repercusiones mundiales de la desaceleración que atraviesa Estados Unidos. Hasta octubre, la producción industrial en los países de la OCDE (excluida la zona del euro) siguió siendo relativamente vigorosa. No obstante, la evidencia de las encuestas sobre la coyuntura económica mundial apunta a una cierta desaceleración del crecimiento económico mundial.

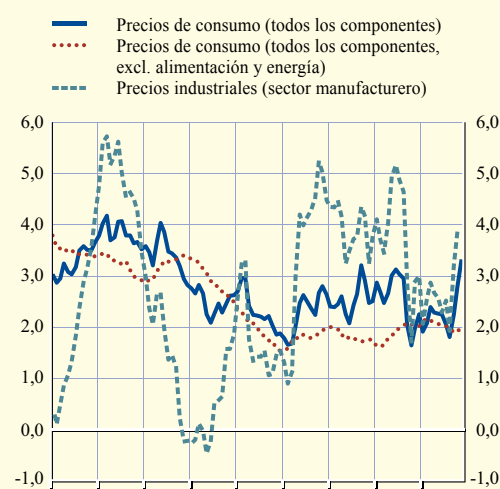
Debido a la subida de los precios de las materias primas y a desfavorables efectos de base, la inflación general medida por los precios de consumo repuntó de forma acusada en los países industrializados en noviembre (véase gráfico 1). En los países de la OCDE, la tasa de variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) fue del 3,3% en noviembre (frente al 2,8% de octubre), mientras que el IPC, excluidos los alimentos y la energía, se mantuvo en general estable, en una tasa interanual del 2%. La evidencia de las encuestas más recientes sobre los precios mundiales de los consumos intermedios sugiere que los costes medios aumentaron de forma pronunciada en diciembre.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la última estimación publicada indica que la actividad económica registró, en el tercer trimestre del 2007, la expansión más sólida de los cuatro últimos años, aunque los datos del mercado de la vivienda fueron menos favorables de lo que sugería la estimación provisional. El crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 4,9%, en tasa anualizada, frente al 3,8% del segundo trimestre. La inversión residencial restó todo un punto porcentual al crecimiento, pero todos los demás componentes del PIB registraron un notable avance. En particular, las exportaciones experimentaron un sólido crecimiento del 19,1% en tasa intertrimestral anualizada. Posteriormente, el ritmo de expansión de la actividad en Estados

Gráfico 1 Evolución de los precios en los países de la OCDE

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: OCDE.

Unidos parece haberse moderado respecto a la altísima tasa registrada en el tercer trimestre, como se desprende, entre otras informaciones, de la encuesta del *Institute for Supply Management (ISM)* de diciembre, correspondiente a la industria manufacturera, que descendió por debajo del umbral de contracción/expansión de 50, y de los datos, un tanto desfavorables sobre el empleo en el sector no agrícola, también de diciembre.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, en noviembre, el índice de precios de consumo desestacionalizado registró el mayor incremento intermensual en más de dos años. Como resultado, el IPC general se situó, en noviembre del 2007, un 4,3% por encima del nivel alcanzado un año antes. Este aumento puede atribuirse, principalmente, a los fuertes incrementos interanuales de los precios de la energía que han subido como consecuencia, en parte, de un fuerte efecto de base. Además, los precios de los alimentos también contribuyeron a la inflación general, que aumentó en noviembre un 4,8% respecto al año anterior. Al mismo tiempo, la inflación subyacente se mantuvo, en general, estable, incrementándose el IPC general un 2,3% en noviembre del 2007 en comparación con un año antes.

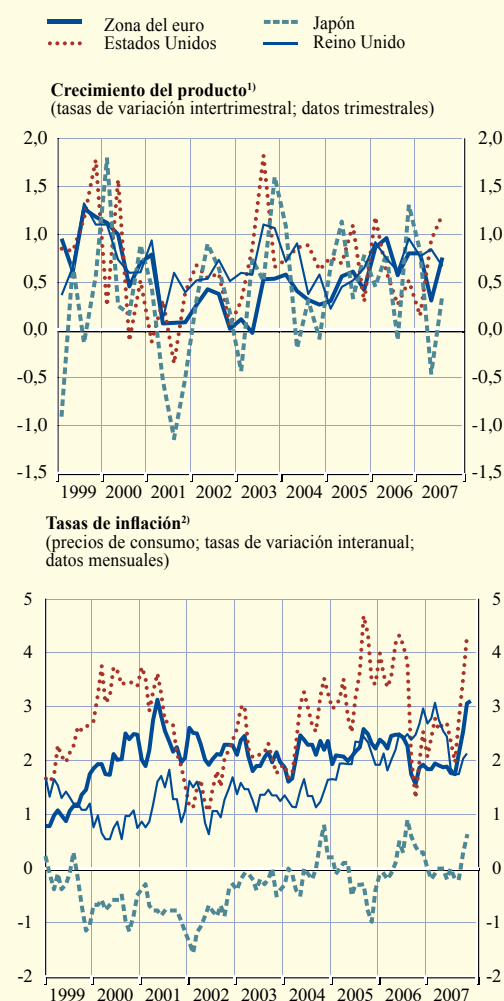
El 11 de diciembre de 2007, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió recortar, en 25 puntos básicos, hasta el 4,25%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. Los cambios incluyeron también una reducción de 25 puntos básicos del tipo de interés preferencial, que se situó en el 4,75%.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha continuado recuperándose y la inflación ha seguido siendo moderada. El vigor de la demanda interna y la solidez de las exportaciones han respaldado la evolución del producto. Los resultados de la encuesta Tankan del Banco de Japón, correspondiente a diciembre del 2007 muestran que la situación económica ha seguido siendo favorable, pese a cierta moderación del clima empresarial. No obstante, todas las empresas han revisado al alza sus planes de inversión para el ejercicio fiscal 2007 (que finaliza en marzo del 2008) y siguen manifestando una sensación cada vez más intensa de escasez de mano de obra, lo que apunta a una nueva mejora de las condiciones de empleo.

La inflación medida por los precios de consumo ha seguido siendo moderada (véase gráfico 2), debido a la persistencia de las presiones a la baja, sobre todo sobre los salarios. Sin embargo, ha vuelto a registrar cifras positivas como consecuencia de anteriores subidas de los precios de las materias primas importadas. En no-

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.
 1) Para la zona del euro y Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.
 2) IAPC para la zona del euro y Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

viembre del 2007, la tasa de variación interanual del IPC fue del 0,6%, frente al 0,3% de octubre, mientras que, si se excluyen los alimentos frescos, la variación fue del 0,4% en noviembre frente al 0,1% en octubre.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,7% en el tercer trimestre del 2007, ligeramente inferior a la del trimestre anterior. El consumo privado y la inversión experimentaron una aceleración respecto al trimestre anterior, que se tradujo en un fuerte aumento de las importaciones y, por ende, en una contribución negativa de la demanda exterior neta. En los datos sobre el PIB publicados hasta ahora no se aprecia ningún impacto de la reciente turbulencia financiera, pero la encuesta más reciente sobre la situación crediticia apunta a una reducción del crédito disponible y a un moderado crecimiento de las ventas al por menor en octubre y noviembre. En noviembre, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo estable con respecto al mes anterior en el 2,1%, ya que la subida de los precios de los combustibles y los alimentos se compensó con un descenso de los precios de los servicios de agua, gas y electricidad.

El 10 de enero de 2008, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener sin variación, en el 5,5%, su principal tipo de interés oficial.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del producto se ha moderado en los últimos trimestres, pero ha seguido siendo sólido, mientras que la inflación ha aumentado en general.

En Suecia y Dinamarca, la evolución económica real continúa siendo divergente. En Suecia, en el tercer trimestre del 2007, el crecimiento del PIB real se redujo ligeramente hasta el 0,6% (en tasas intertrimestrales) y la contribución de la demanda exterior neta fue notablemente negativa. Por el contrario, en Dinamarca, el crecimiento del PIB real aumentó significativamente hasta el 1,3% (en tasas intertrimestrales), debido a la solidez de la demanda interna (la contribución de la demanda exterior neta fue, en gran medida, neutral). En ambos países la inflación se elevó sustancialmente en noviembre, hasta el 2,5% y el 2,4% respectivamente, como consecuencia, principalmente de la subida de los precios de los alimentos y la energía.

En las cuatro economías más grandes de Europa central y oriental (la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía), la media ponderada del crecimiento del producto en el tercer trimestre no experimentó variación con respecto al trimestre anterior (1,1% en tasa intertrimestral). El crecimiento del PIB real repuntó en Hungría hasta el 0,3%, se moderó ligeramente en Polonia hasta el 1,2% y se mantuvo estable en la República Checa en el 1,4%. En noviembre, la inflación medida por el IAPC aumentó en todos estos países, salvo en Rumanía, en donde se redujo ligeramente, aunque se mantuvo en un nivel muy elevado. La subida de los precios de los alimentos y la energía fueron los principales factores determinantes del repunte de las tasas de inflación. El mayor aumento de la inflación interanual se registró en la República Checa —desde el 2,8% en septiembre hasta el 5,1% en noviembre—, debido principalmente al incremento de los precios de los alimentos y de las bebidas no alcohólicas. El 7 de enero de 2008, la Banca Națională a României elevó los tipos de interés en 50 puntos básicos, hasta el 8%, para hacer frente al aumento previsto de la inflación como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y de la intensificación de las presiones de demanda.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica continuó su expansión a un ritmo vigoroso en los últimos meses del 2007, impulsada por la demanda interna y por la solidez de las exportacio-



nes en la mayoría de los países. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas volvieron a repuntar en la región, estimuladas en gran medida por la subida de los precios de los alimentos.

En China, la producción industrial creció un 17,3% en tasa interanual en noviembre, a un nivel cercano a la media de los diez primeros meses. El crecimiento de las exportaciones también se mantuvo en niveles elevados, aunque siguió una trayectoria ligeramente descendente durante todo el 2007. El superávit comercial continuó aumentando hasta alcanzar una cifra acumulada de 238,1 mm de dólares estadounidenses entre enero y noviembre del 2007, lo que representa un aumento del 52% en comparación con el mismo período del año anterior. Los datos correspondientes a las ventas al por menor apuntan a un sólido consumo en los últimos meses del año. En noviembre, la inflación interanual medida por los precios de consumo aumentó hasta el 6,9%, desde el 6,5% de octubre, siendo la subida de los precios de los alimentos el principal factor determinante de ese aumento. Con efectos a partir del 25 de diciembre del 2007, el Banco Central de la República Popular China elevó el coeficiente de reservas mínimas obligatorias de las entidades de crédito en 100 puntos básicos, hasta el 14,5%, un incremento notable en relación con los aumentos más graduales (de 50 puntos básicos cada uno) aplicados en los 18 meses anteriores. También se elevaron, con efectos a partir del 21 de diciembre de 2007, los principales tipos de interés oficiales: el tipo de préstamo de referencia a un año en 18 puntos básicos, hasta el 7,47%, y el tipo de depósito a un año en 27 puntos básicos, hasta el 4,14%.

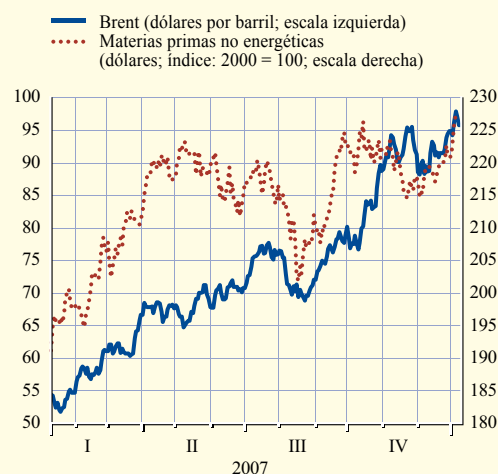
AMÉRICA LATINA

En América Latina la actividad económica siguió siendo vigorosa, impulsada por la demanda interna. En Brasil, el crecimiento del PIB real repuntó en el tercer trimestre, a una tasa interanual del 5,6%, frente al 4,8% del trimestre anterior. En noviembre, la inflación medida por los precios de consumo se situó en el 4,2%, en tasa interanual, prácticamente sin variación desde agosto. La actividad también ha continuado siendo vigorosa en Argentina, registrándose un crecimiento del PIB real del 8,7%, en tasa interanual, en el tercer trimestre. Sin embargo, la inflación medida por los precios de consumo sigue siendo elevada, con una tasa interanual del 8,5% en diciembre, la misma que en noviembre. En México, la actividad económica se recuperó en el tercer trimestre; el PIB real experimentó una expansión del 3,7%, mientras que la producción industrial registró la tasa de crecimiento más elevada desde diciembre del año anterior (3%). La inflación interanual se situó en el 3,8% en diciembre, ligeramente por debajo del 3,9% observado en noviembre.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Tras experimentar una subida en noviembre, los precios del petróleo siguieron siendo bastante volátiles en diciembre, pero alcanzaron nuevos máximos históricos a comienzos de enero, situándose el precio del barril de Brent en 95,7 dólares estadounidenses el 9 de enero. A comienzos de diciembre, los precios bajaron ante las señales de una posible recesión económica en Estados Unidos, mientras

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

que el cambio en las percepciones de los mercados respecto a la probabilidad de que la recesión tuviese alcance mundial, combinado con la liquidación de las posiciones especulativas en los mercados de materias primas contribuyó a la volatilidad de los mercados. Pero las tensiones subyacentes en los mercados, a las que se sumaron los datos sobre la escasez de existencias y la reanudación de las tensiones geopolíticas dieron lugar a un nuevo repunte de los precios hacia finales de año. En general, persisten las tensiones en los mercados, dado que la sólida demanda de petróleo en los países no pertenecientes a la OCDE compensa la menor demanda por parte de los países de esta Organización. Las perspectivas de demanda a medio plazo de la Agencia Internacional de la Energía (AIE) para el 2008 se revisaron al alza en diciembre, ya que se prevé que la demanda de los países no pertenecientes a la OCDE compense cierta debilidad de la demanda de la OCDE. Según la AIE, se espera que la demanda de petróleo haya aumentado un 1,1% en el

2007 y que crezca un 2,5% en el 2008. Al mismo tiempo, se mantienen las restricciones por el lado de la oferta, ya que, en la reunión celebrada a principios de diciembre, la OPEP decidió no aumentar su cuota de producción y la producción de los países no pertenecientes a esta Organización quedó por debajo de las expectativas. Además, las perspectivas a largo plazo respecto a la oferta de petróleo también han empeorado; la AIE sugirió que revisará sus previsiones en relación con las reservas de crudo en función de una posible revisión a la baja de las tasas de descubrimiento de petróleo en los próximos diez años. De cara al futuro, es probable que la solidez de la demanda de petróleo, el limitado crecimiento de la oferta de crudo y el alto grado de utilización de la capacidad productiva mantengan los precios del petróleo en niveles elevados, especialmente si no se alivian las tensiones geopolíticas. Los participantes en los mercados esperan que los precios del petróleo se mantengan en niveles elevados a medio plazo; actualmente, los futuros sobre precios del petróleo con entrega en diciembre del 2009 se negocian a 88 dólares estadounidenses.

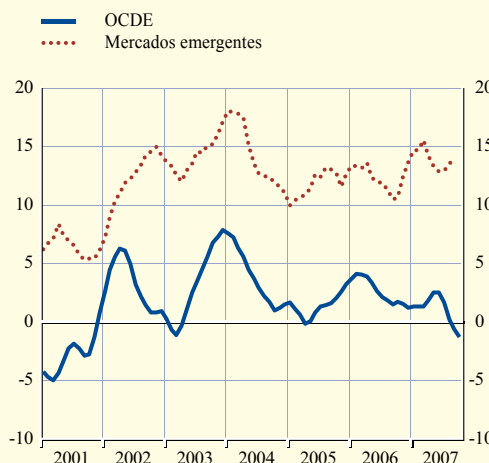
Tras experimentar un retroceso hacia finales de noviembre, los precios de las materias primas no energéticas repuntaron en diciembre. Los precios de los productos agrícolas y los alimentos aumentaron impulsados por la fuerte demanda de los países no pertenecientes a la OCDE en un contexto de escasez de existencias. Por otro lado, los precios de las materias primas industriales y, en particular, de los metales no ferrosos, han bajado de forma acusada desde mediados de octubre al desacelerarse el crecimiento económico en algunos países de la OCDE. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de diciembre, aproximadamente un 17% por encima del nivel observado un año antes.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

La capacidad de resistencia, aunque más moderada, de la expansión económica mundial continúa siendo un buen augurio para la demanda de bienes y servicios de la zona del euro a medio plazo. En octubre,

Gráfico 4 Indicador sintético adelantado de la OCDE

(tasa de variación de seis meses)



Fuente: OCDE.

Nota: El indicador de los mercados emergentes es una media ponderada del indicador sintético adelantado de Brasil, China y Rusia.

el indicador sintético adelantado de la OCDE sugería para los países de esta Organización una moderada desaceleración de la actividad económica como consecuencia del deterioro de las perspectivas de las principales economías que la integran (véase gráfico 4). Al mismo tiempo, los datos más recientes sobre las grandes economías no pertenecientes a la OCDE apuntan a que la expansión continuará, de forma sostenida, en China, India y Brasil.

En conjunto, se estima que los riesgos para el crecimiento apuntan a la baja y están relacionados, principalmente, con la posibilidad de un impacto más generalizado de lo actualmente esperado sobre las condiciones de financiación y el clima económico de la actual revisión de la valoración del riesgo en los mercados financieros, con un impacto negativo sobre el crecimiento mundial y el de la zona del euro. Otros riesgos a la baja se asocian a la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas, así como con la preocupación por las presiones proteccionistas y por una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

El ritmo subyacente de expansión monetaria y crediticia continuó siendo intenso en noviembre, con una tasa de crecimiento interanual de M3 del 12,3% y una tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado del 11%. Al mismo tiempo, el crecimiento de M3 siguió viéndose favorecido por el aplanamiento de la curva de rendimientos, lo cual genera una cierta sobreestimación de la tasa subyacente de expansión monetaria. Las recientes turbulencias financieras no han afectado excesivamente, al menos por el momento, al crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios. Además, aunque las turbulencias siguen incidiendo en algunos componentes y contrapartidas, se dispone de evidencia de que su impacto se ha reducido en los dos últimos meses en el caso de determinados componentes, especialmente en lo que respecta a los flujos hacia participaciones en fondos del mercado monetario. Asimismo, las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005 continúan influyendo en la evolución monetaria y crediticia, moderando el crecimiento de M1 y el endeudamiento de los hogares. En términos generales, la tasa subyacente de expansión monetaria mantiene su vigor y apunta a riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

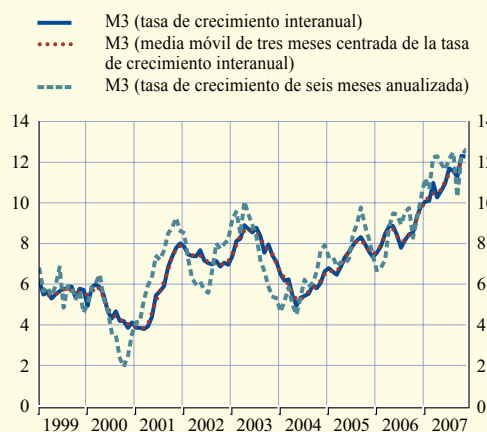
En noviembre del 2007, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se mantuvo estable en el 12,3%, sin variación con respecto al máximo histórico observado en octubre (véase gráfico 5). Este resultado es reflejo de un nuevo y fuerte incremento intermensual, que se situó en el 1% y fue algo superior a los aumentos mensuales medios registrados en meses anteriores del 2007. El vigor de la reciente evolución monetaria a corto plazo también queda plasmado en las elevadas tasas de crecimiento de seis meses anualizadas.

El crecimiento de M3 genera en la actualidad una sobreestimación de la tasa subyacente de expansión monetaria, dado que como consecuencia del aplanamiento de la curva de rendimientos, la remuneración de los activos monetarios a más corto plazo resulta atractiva en comparación con activos no monetarios de mayor riesgo no incluidos en M3. Sin embargo, el crecimiento intenso y continuo que han experimentado los préstamos en noviembre respalda la tesis de que la evolución monetaria está siendo impulsada, en gran medida, por factores fundamentales y, por tanto, la tasa subyacente de expansión monetaria mantiene su vigor.

Las recientes turbulencias financieras no han afectado excesivamente al crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios. Los efectos visibles se han concentrado en componentes y contrapartidas de M3 específicos, que están estrechamente relacionados con la naturaleza de las turbulencias, como es el caso de los préstamos y los depósitos de otros intermediarios financieros no monetarios, de las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones, y de las entradas en activos exteriores netos de las IFM. Aunque no debe hacerse una interpretación exce-

Gráfico 5 Crecimiento de M3

(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

sivamente optimista de la evolución en meses concretos debido a su volatilidad, en el caso de algunas partidas específicas del balance que se han visto afectadas por las turbulencias financieras, los efectos iniciales observados en agosto y septiembre parecen haberse disipado, en cierta medida, en los datos correspondientes a noviembre. Sin embargo, las operaciones de liquidez realizadas por el BCE en el contexto de las turbulencias financieras no han incidido directamente en la evolución del agregado monetario amplio y del crédito (véase el recuadro titulado «Operaciones de liquidez recientes y su impacto sobre los agregados monetarios»).

Las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE desde diciembre del 2005 continúan influyendo en la evolución monetaria y crediticia, tal como queda plasmado en la moderación paulatina de la tasa de crecimiento interanual de M1, dado de los costes de oportunidad han aumentado, y en la estabilización general de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado. En concreto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares experimentó una nueva reducción el mes pasado.

Recuadro I

OPERACIONES DE LIQUIDEZ RECIENTES Y SU IMPACTO SOBRE LOS AGREGADOS MONETARIOS

Desde el inicio de las perturbaciones financieras en agosto del 2007, el BCE ha llevado a cabo una serie de operaciones de liquidez con el objeto de reducir las tensiones en los mercados monetarios. Estas tensiones han surgido como consecuencia de la mayor incertidumbre existente en torno a la naturaleza y el alcance de la exposición de los intermediarios financieros a los riesgos de crédito y de liquidez, y han tenido su origen principalmente en el mercado de hipotecas de alto riesgo (*sub-prime*) estadounidense y en instrumentos derivados asociados. Por tanto, las tensiones observadas en los mercados monetarios son un síntoma de las turbulencias financieras.

Las operaciones de liquidez realizadas recientemente por el BCE se han caracterizado principalmente por proporcionar sistemáticamente un importe superior a la adjudicación de referencia¹ en las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema con vencimiento a una semana y por el incremento en la proporción de liquidez suministrada en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML), que tienen un vencimiento de aproximadamente tres meses². En este recuadro se examina la relación entre estas operaciones de mercado abierto y el pronunciado crecimiento observado recientemente en los agregados monetarios amplios y en el crédito. Para analizar esta relación es necesario considerar tanto los efectos directos como los indirectos.

Todas las operaciones de mercado abierto llevadas a cabo por el BCE como parte de su instrumentación de la política monetaria (incluidas las operaciones realizadas desde principios de agosto para hacer frente a las tensiones registradas en los mercados monetarios) son operaciones entre el Eurosistema y entidades de crédito de la zona del euro (el subsector más importante del sector de las IFM, que incluye principalmente el Eurosistema, las entidades de crédito y los fondos del mercado monetario). Con estas operaciones se aumentan los depósitos que mantienen las entidades de crédito en el Eurosistema.

1 La adjudicación de referencia es el volumen de liquidez que facilitaría el cumplimiento sin problemas de las exigencias de reservas a nivel agregado durante los días restantes del período de mantenimiento de reservas, teniendo en cuenta, entre otras cosas, las previsiones de los factores autónomos.

2 Para una descripción detallada de las operaciones de liquidez del BCE en los dos primeros meses en los que se registraron perturbaciones, véase el recuadro 3, titulado «Operaciones de mercado abierto adicionales del BCE en el período comprendido entre el 8 de agosto y el 5 de septiembre de 2007», en el Boletín Mensual de septiembre del 2007. Para los meses siguientes, véase el recuadro 3, titulado «Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 8 de agosto y el 13 de noviembre de 2007», en el Boletín Mensual de diciembre del 2007.

tema y que pueden transferirse entre ellas. En el contexto del balance consolidado de las IFM, todas las posiciones que mantienen las IFM entre ellas, así como las posiciones entre las IFM y el Eurosistema, se compensan totalmente. Dado que el balance consolidado de este sector constituye la base para elaborar los agregados monetarios, las operaciones entre el Eurosistema y sus contrapartidas en forma de operaciones de política monetaria no pueden causar un impacto directo sobre M3, con independencia de su volumen.

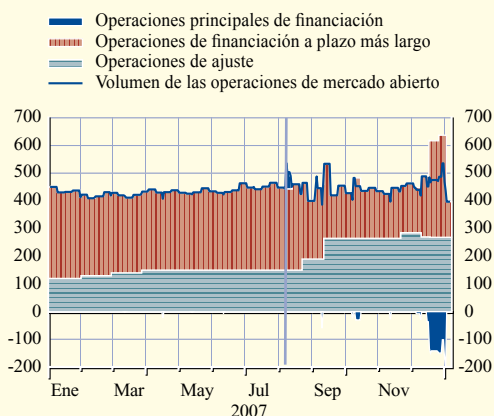
Además, las operaciones realizadas por el BCE desde principios de agosto para contener las tensiones en el mercado monetario no han modificado el volumen total de liquidez proporcionado en cada uno de los períodos de mantenimiento para el cumplimiento de las exigencias de reservas³, sino más bien el calendario de provisión de liquidez en el período de mantenimiento y la estructura de vencimientos de las operaciones vivas del Eurosistema.

Los gráficos A y B son ilustrativos de estas consideraciones. El gráfico A muestra que el volumen neto adjudicado en las operaciones de mercado abierto vivas no ha aumentado, en promedio, en comparación con el del período anterior a las turbulencias, y se ha mantenido en torno a 450 mm de euros. Este fue también el caso del período de mantenimiento de diciembre, en el que las operaciones de ajuste absorbieron parte de la liquidez adicional proporcionada para el cierre del ejercicio a través de OPF. En el gráfico A también se muestra cómo la proporción de OFPML en las operaciones de mercado abierto vivas ha aumentado a expensas de las OPF.

En el gráfico B se presenta la modificación del calendario de provisión de liquidez durante el período de mantenimiento, medido por el excedente de reservas diario⁴. En contraste con las circunstancias normales (representadas en el gráfico por el comportamiento medio de las entidades entre diciembre del 2004 y agosto del 2007), el excedente de reservas diario fue elevado y positivo en la primera parte de los períodos de mantenimiento entre agosto del 2007 y enero del 2008 y, en consecuencia, negativo en el resto de esos períodos, con el fin de conseguir

Gráfico A Estructura de la provisión total de liquidez por tipo de operación

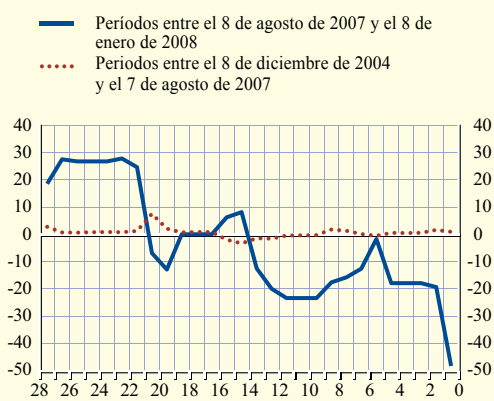
(mm de euros)



Fuente: BCE.
Nota: La última observación corresponde al 8 de enero de 2008. La línea vertical señala el 9 de agosto de 2007.

Gráfico B Media diaria del excedente de reservas durante los períodos de mantenimiento

(mm de euros)



Fuente: BCE.
Nota: El eje de abscisas representa el número de días hasta el final del período de mantenimiento.

3 Para una descripción más detallada del actual marco operativo, véase el artículo titulado «Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema», en el Boletín Mensual de agosto del 2003.

4 En un día determinado, el excedente de reservas diario son los saldos en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas.

una posición equilibrada, en promedio, en el período de mantenimiento en su conjunto.

Aunque las operaciones de mercado abierto del BCE no afectan directamente a los agregados monetarios y crediticios, es posible que hayan influido indirectamente en la evolución monetaria a través de su impacto sobre los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario y la transmisión de estos tipos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y a los depósitos. Estos efectos indirectos, que se manifiestan a través del coste de oportunidad de mantener saldos monetarios y del coste de la financiación externa, reflejan la demanda de dinero y de créditos bancarios por parte de los hogares y las empresas.

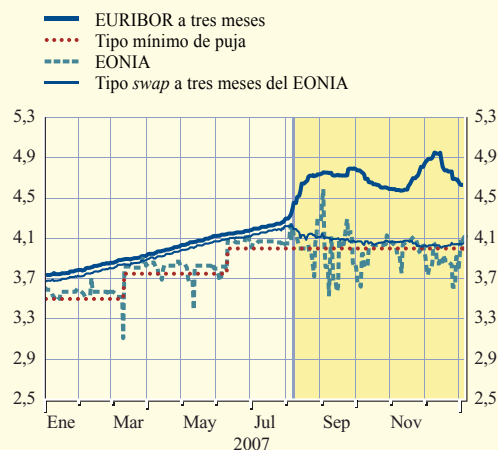
Con todo, se ha de observar que el objetivo primordial de las operaciones de mercado abierto del BCE durante las recientes turbulencias financieras ha sido —al igual que en circunstancias normales— mantener los tipos de interés a muy corto plazo del mercado monetario (como el EONIA) en niveles próximos al tipo mínimo de puja de las OPE, que constituye la principal señal de la orientación de la política monetaria determinada por el Consejo de Gobierno. En la medida en que los cambios en el calendario y en la estructura de vencimientos de las operaciones han contribuido a reestablecer unas condiciones «normales» en los tramos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario (véase gráfico C), han servido para contrarrestar cualquier influencia indirecta sobre la evolución monetaria derivada de las perturbaciones financieras a través de la trayectoria de los tipos de interés a muy corto plazo.

En circunstancias normales, la señal incorporada en los tipos de interés a muy corto plazo se transmite sin problemas a los tipos a más largo plazo de la curva de rendimientos del mercado monetario, que tienen mayor relevancia para las decisiones sobre gasto y fijación de precios del sector privado⁵.

En el gráfico C se muestra también que el diferencial entre el tipo *swap* a tres meses del EONIA (una medida de la evolución esperada del EONIA en los tres meses siguientes) y el EURIBOR a tres meses (un tipo de interés interbancario sin garantías) se mantuvo en niveles elevados entre agosto y diciembre del 2007, ya que persistieron las tensiones en los plazos más largos de los tipos del mercado monetario, lo que implica que la transmisión de la señal de la política monetaria a la curva de rendimientos del mercado monetario se ha distorsionado. Una subida de los tipos de interés de mercado a los plazos más largos en el mercado interbancario sin garantías influirán, hasta cierto punto, en el coste de financiación de las entidades de crédito y, por tanto, posiblemente repercutirán también en el coste de la financiación bancaria para las empresas y los hogares. Es probable que un aumento de los costes de financiación cause un efecto moderador sobre los préstamos y, por tanto, podría afectar a la evolución monetaria.

Gráfico C Tipos de interés de referencia del mercado monetario

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: El área sombreada corresponde al período posterior al 9 de agosto de 2007.

5 Para más información, véase el recuadro 2, titulado «Volatilidad del tipo de interés a un día y su transmisión a la curva de rendimientos del mercado monetario», en el Boletín Mensual de agosto del 2007.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual de M1 descendió hasta el 6,2% en noviembre del 2007, desde el 6,5% registrado en octubre. Esta evolución es reflejo de la moderación de la tasa de crecimiento interanual de los dos componentes de M1, los depósitos a la vista y el efectivo en circulación (véase cuadro 1). La tasa de crecimiento interanual de M1 está influida actualmente por dos fuerzas opuestas: por una parte, un efecto moderador que surge del mayor coste de oportunidad de mantener instrumentos incluidos en el agregado M1 y, por otra, un efecto estimulante derivado del aumento de la demanda de M1 relacionada con operaciones, dado el vigor sostenido de la actividad económica a finales del 2007.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista descendió hasta el 16,7% en noviembre, desde el 17% registrado en octubre, aunque estos activos fueron nuevamente los que más contribuyeron al crecimiento interanual de M3. Dentro de este agregado, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años disminuyó, aunque se mantuvo en niveles muy elevados, mientras que la tasa de descenso interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (depósitos de ahorro a corto plazo) se moderó ligeramente.

El continuo e intenso crecimiento de los depósitos a plazo hasta dos años refleja el atractivo relativo de su remuneración, que ha seguido, en líneas generales, las subidas de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. El diferencial entre la remuneración de los depósitos a plazo, por una parte, y la de los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo, por otra, se amplió en el período transcurrido hasta septiembre, favoreciendo, por tanto, los desplazamientos de los depósitos de M1 y de ahorro hacia los depósitos a plazo. Este diferencial dejó de aumentar en octubre, y los datos de flujos monetarios correspondientes a octubre y noviembre no apuntan a que continúe esta dinámica.

En el contexto del relativo aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro, los activos monetarios remunerados a niveles cercanos a los tipos de mercado, como los depósitos a plazo y los instrumentos negociables, mantienen su atractivo en comparación con los activos a más largo plazo y

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

(los datos trimestrales son medias; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 Oct	2007 Nov
M1	44,8	6,8	7,0	6,2	6,5	6,5	6,2
Efectivo en circulación	7,2	11,1	10,5	10,0	8,8	8,1	7,7
Depósitos a la vista	37,6	6,0	6,3	5,5	6,1	6,2	5,9
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,0	11,1	11,9	13,1	15,0	17,0	16,7
Depósitos a plazo hasta dos años	22,2	25,2	29,5	33,2	37,6	41,9	40,4
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	17,8	1,1	-0,8	-2,1	-3,2	-4,2	-4,1
M2	84,8	8,7	9,1	9,2	10,3	11,2	10,9
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	15,2	11,3	16,9	19,3	18,7	19,0	20,4
M3	100,0	9,0	10,2	10,6	11,5	12,3	12,3
Crédito a residentes en la zona del euro		8,8	8,0	8,1	8,7	9,4	9,2
Crédito a las Administraciones Públicas		-3,1	-4,5	-4,3	-3,9	-4,0	-4,2
Préstamos a las Administraciones Públicas		-0,4	-1,3	-1,2	-0,9	-2,2	-1,8
Crédito al sector privado		11,9	11,1	11,0	11,7	12,4	12,2
Préstamos al sector privado		11,2	10,6	10,5	11,0	11,2	11,0
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		9,0	10,0	10,3	10,3	9,0	8,0

Fuente: BCE.

1) A fin del último mes disponible. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

de mayor riesgo no incluidos en M3, puesto que ofrecen mayor liquidez y un riesgo más bajo a un coste escaso en términos de rentabilidad.

De hecho, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó nuevamente en noviembre y se situó en el 20,4%, frente al 19% de octubre, ocultando la evolución divergente de los distintos instrumentos. Por un lado, la tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales y de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM subió, mientras que la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario, que son el componente principal de los instrumentos negociables, disminuyó ligeramente. Las participaciones en fondos del mercado monetario experimentaron salidas netas particularmente importantes en agosto y septiembre, que explican el descenso de la tasa de crecimiento interanual. Es probable que estas salidas hayan sido reflejo de la aversión general al riesgo que suscitan dichos fondos, dado que los inversores aparentemente se sentían incapaces de juzgar los riesgos asumidos por determinados fondos con respecto a los bonos de titulización de activos, en un momento en el que el precio de dichos instrumentos era volátil y difícil de evaluar. En octubre y noviembre, estas salidas fueron compensadas con nuevas entradas, lo cual indica que, en general, el impacto inicial de las turbulencias financieras sobre las participaciones en fondos del mercado monetario se ha reducido levemente.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo y de las cesiones temporales que obran en poder de las IFM («depósitos de M3», que constituyen la mayor agregación de componentes de este agregado monetario para la que se dispone de datos por sector tenedor) se mantuvo prácticamente sin variación en noviembre. Sin embargo, la evolución fue diferente en los distintos sectores tenedores de dinero. En concreto, la moderación de la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 por parte de los intermediarios financieros fue compensada por el fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que mantienen los hogares (el sector tenedor de dinero más importante) y, en menor medida, las sociedades no financieras.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

Del lado de las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual del crédito total a residentes en la zona del euro descendió ligeramente, aunque se mantuvo en niveles elevados. Esta moderación es consecuencia tanto del aumento de la tasa de disminución interanual del crédito a las Administraciones Públicas, como de la leve reducción de la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado. En noviembre, las IFM volvieron a reducir su cartera de valores de deuda pública, siguiendo la tendencia observada, con breves excepciones, desde mediados del 2006, que es característica de períodos en los que aumentan los tipos de interés oficiales y los costes de financiación.

Los préstamos al sector privado continuaron su fuerte aumento, registrando una tasa de crecimiento interanual del 11% en noviembre, frente al 11,2% de octubre. La leve moderación observada en noviembre refleja la evolución de los préstamos tanto a los hogares como a las empresas de seguros y fondos de pensiones, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras y a otros intermediarios financieros no monetarios se incrementó ligeramente.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a otros intermediarios financieros (OIF) aumentó hasta el 23,1% en noviembre, desde el 22,9% registrado el mes anterior. Este incremento tiene su origen, entre otras causas, en los préstamos relacionados con la adquisición de una IFM, en la demanda de mayores reservas de liquidez por parte de los fondos de inversión, en la utilización de líneas de crédito otorgadas a fondos especiales y vehículos de inversión estructurada (SIV, en sus siglas en inglés), y en

la mayor preferencia de las IFM, desde el comienzo de las turbulencias de los mercados financieros, por los préstamos interbancarios garantizados contratados a través de plataformas electrónicas (ubicadas en el sector de OIF).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares disminuyó hasta el 6,5% en noviembre, desde el 6,8% registrado el mes anterior, continuando con la tendencia observada desde principios del 2006, que obedece a la subida de los tipos de interés de los préstamos y a la moderación experimentada en la evolución del mercado de la vivienda en una serie de economías de la zona del euro. Por el momento, no existe evidencia alguna que indique que se esté alterando la oferta de préstamos bancarios a los hogares como consecuencia de las turbulencias financieras. El análisis específico de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda, que se redujo hasta el 7,6%, desde el 7,9% de octubre (véase cuadro 2), muestra que la moderación observada en los países de la zona del euro caracterizados por una sólida evolución del endeudamiento está siendo paulatina y está en consonancia con la trayectoria registrada antes de que comenzaran las turbulencias.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras aumentó ligeramente en noviembre, hasta el 14%, desde el 13,9% de octubre, manteniéndose en un nivel muy alto si se considera la evolución en las tres últimas décadas. Entre agosto y noviembre, las IFM concedieron préstamos a las sociedades no financieras por un importe de 165 mm de euros, cifra bastante considerable si se compara con períodos anteriores, que indica que la oferta de crédito bancario no está mermando por el momento. Al mismo tiempo, en la medida en que se ha producido una revisión general de la valoración de los riesgos, algunos prestatarios pueden encontrarse ante un aumento de los precios de su riesgo de crédito. La inmensa mayoría de los nuevos préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras durante las turbulencias han sido a medio y a largo plazo. Aunque los préstamos a corto plazo se incrementaron ligeramente en noviembre, el grado de aumento no fue anormal para esa época del año. En conjunto, la evolución firme y sostenida de los préstamos parece reflejar, por tanto, unos fundamentos sólidos por parte de las sociedades no financieras y no, por ejemplo, dificultades de las entidades de crédito para dar de baja de sus balances los préstamos

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

(los datos trimestrales son medias; datos sin ajustar de efectos estacionales y de calendario)

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 Oct	2007 Nov
Sociedades no financieras	42,8	13,0	13,0	12,7	13,8	13,9	14,0
Hasta un año	29,4	10,5	9,9	10,1	12,1	11,8	12,0
De uno a cinco años	19,4	20,5	19,9	19,2	19,9	20,5	21,0
Más de cinco años	51,2	12,0	12,4	12,0	12,7	12,7	12,8
Hogares²⁾	47,5	8,6	8,1	7,5	7,0	6,8	6,5
Crédito al consumo ³⁾	12,7	8,0	7,1	6,5	5,7	5,5	5,0
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,5	10,2	9,4	8,6	8,1	7,9	7,6
Otras finalidades	15,8	2,7	3,2	3,6	3,2	3,2	3,1
Empresas de seguros y fondos de pensiones	1,1	29,1	27,6	23,8	26,6	30,2	14,5
Otros intermediarios financieros no monetarios	8,6	16,4	12,3	15,9	19,8	22,9	23,1

Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, incluido el Eurosistema; clasificación por sectores basada en el SEC 95. Para más información, véanse las notas técnicas pertinentes.

1) A fin del último mes disponible. Préstamos a los sectores, en porcentaje del total de préstamos de las IFM al sector privado; detalle por plazo y por finalidad, en porcentaje de los préstamos concedidos por las IFM a los sectores respectivos. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

2) Según la definición del SEC 95.

3) Las definiciones de crédito al consumo y préstamos para adquisición de vivienda no son totalmente homogéneas en la zona del euro.

puente [asociados con operaciones de recompra con apalancamiento financiero (LBO, en sus siglas en inglés) o de fusión y adquisición], lo cual les obligaría a renovar cantidades crecientes de préstamos a corto plazo. Aunque actualmente no hay evidencia clara de que se haya producido un aumento o una disminución de los préstamos a las sociedades no financieras como consecuencia de una alteración de los mercados de crédito, es previsible una cierta moderación a raíz del endurecimiento de los criterios de concesión y de las subidas de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos.

El fuerte crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado no financiero también plantea la cuestión de hasta qué punto dicha evolución puede ser debida a la reintermediación de préstamos bancarios previamente titulizados. Hasta el momento, la información disponible sobre el volumen de préstamos «dados de baja» de los balances de las IFM durante la etapa de turbulencias indica que la reintermediación por parte de las entidades de crédito no ha inflado el crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero y que la fuerte expansión observada refleja, por consiguiente, una actividad normal.

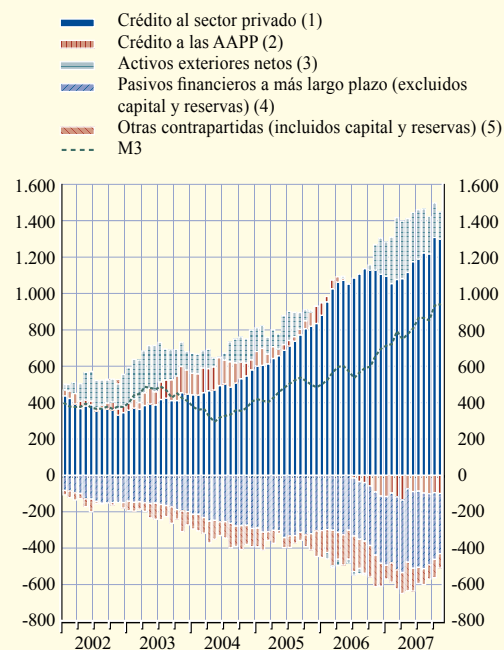
Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) disminuyó hasta el 8% en noviembre, frente al 9% de octubre. Esta reducción adicional registrada en noviembre fue generalizada en los distintos componentes, siendo la evolución de los valores distintos de acciones a más largo plazo la que más contribuyó a dicha desaceleración.

En el período de doce meses transcurrido hasta noviembre del 2007 se registró una entrada de 151 mm de euros en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, frente a la cifra de 189 mm de euros del mes anterior y el máximo de 340 mm de euros observado en marzo (véase gráfico 6). El análisis de la evolución de esta posición durante las turbulencias indica que, tras salidas considerables en agosto y septiembre, se produjeron entradas de 41 mm de euros en noviembre, un volumen significativo, y de 0,3 mm de euros en octubre. Las fluctuaciones en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM no son extrañas en épocas en las que se intensifica la incertidumbre, dado que los inversores intentan reasignar fondos en los mercados internacionales.

En general, los datos de noviembre muestran que el crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios es sólido y continuo. Aunque algunos componentes y contrapartidas de M3 específicos se han visto afectados, las turbulencias financieras recientes no han tenido un impacto excesivo, al menos por el momento, en la expansión del agregado monetario amplio y del crédito. Por tanto, el crecimiento monetario subyacente sigue siendo intenso y apunta a la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, especialmente en un entorno en el que la liquidez ya es abundante.

Gráfico 6 Contrapartidas de M3

(flujos interanuales; mm de euros; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Nota: M3 figura sólo como referencia ($M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$). Los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) figuran con signo invertido, porque son pasivos del sector IFM.

2.2 EMISIONES DE VALORES

En octubre del 2007, la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro mantuvo su vigor y no varió con respecto al mes anterior. Esta evolución fue consecuencia del ligero aumento de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las IFM y de las sociedades no financieras, que compensó la moderada desaceleración observada en el caso de las Administraciones Públicas. La tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las instituciones financieras no monetarias registró un leve descenso. La emisión de acciones cotizadas sólo aumentó ligeramente y permaneció en niveles moderados si se compara con la de valores distintos de acciones.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro fue del 9,1% en octubre del 2007, manteniéndose sin variación con respecto a septiembre (véase cuadro 3). En lo que se refiere a la estructura de vencimientos de estos valores, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo aumentó hasta el 21,8% en octubre, desde el 18,9% del mes anterior, mientras que la de valores a largo plazo se redujo ligeramente, desde el 8% hasta el 7,7%. Por lo que respecta a estos últimos, la tasa de crecimiento interanual de los valores a tipo de interés variable, que se situó en el 15,3% en octubre, volvió a ser considerablemente más elevada que la de los valores a tipo de interés fijo, que fue del 4,6% en dicho mes. Esta evolución podría reflejar la persistencia de una demanda de valores a tipo de interés variable comparativamente elevada, en un entorno caracterizado por una curva de rendimientos relativamente plana.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras aumentó ligeramente en octubre, hasta el 8,5%, desde el 8,3% registrado el mes anterior (véase gráfico 7). Por lo que respecta a la estructura de vencimientos, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras disminuyó significativamente en octubre, hasta el 5,3%, desde el 6% observado en septiembre, mientras que

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2007 Oct	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 Sep	2007 Oct
Valores distintos de acciones:	12.014	7,9	8,1	8,8	9,2	9,1	9,1
IFM	5.050	9,8	10,5	10,5	10,9	10,9	11,1
Instituciones financieras no monetarias	1.388	28,2	27,3	28,9	28,4	27,3	26,9
Sociedades no financieras	686	4,3	4,9	6,3	9,3	8,3	8,5
Administraciones Públicas	4.890	2,8	2,4	3,2	3,3	3,3	3,1
De las cuales:							
Administración Central	4.575	2,4	2,1	3,1	3,3	3,2	3,0
Otras Administraciones Públicas	315	9,1	6,8	5,7	3,0	4,2	5,5
Acciones cotizadas:	6.903	1,0	1,1	1,2	1,4	1,4	1,6
IFM	1.052	2,0	2,3	1,8	1,5	1,9	1,4
Instituciones financieras no monetarias	629	1,1	1,0	1,5	1,4	1,1	3,5
Sociedades no financieras	5.222	0,8	0,8	1,0	1,4	1,3	1,4

Fuente: BCE.

1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

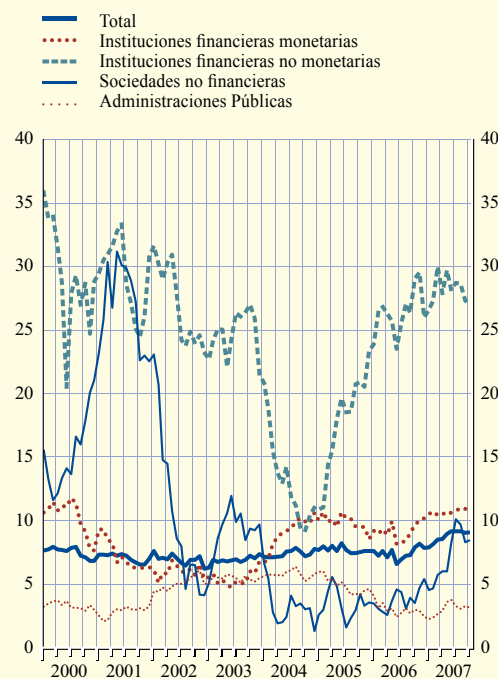
la de los valores a corto plazo emitidos por dichas sociedades aumentó 4 puntos porcentuales, hasta situarse en el 25,2% en octubre. En periodos de turbulencias en los mercados, como las observadas recientemente, puede resultar conveniente analizar la evolución a corto plazo utilizando datos desestacionalizados para el período más reciente. Aunque estos datos deben interpretarse con cautela, pueden ayudar a identificar puntos de inflexión en las series. Las tasas de crecimiento de tres meses anualizadas, construidas sobre la base de datos desestacionalizados, muestran un descenso significativo de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras a partir de agosto del 2007, lo cual es consecuencia, probablemente, del aumento de los diferenciales entre el rendimiento de los valores de renta fija privada y el de la deuda pública. La evidencia procedente de proveedores de datos del sector privado confirma que la financiación mediante deuda a sociedades no financieras de alta rentabilidad ya es casi inexistente.

En octubre del 2007, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM aumentó ligeramente, hasta el 11,1%, lo que indica que las entidades de crédito siguen siendo capaces de captar suficiente financiación en los mercados financieros para satisfacer la considerable demanda derivada del acusado crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras. Este incremento se debe al considerable dinamismo en la emisión de valores a corto plazo, cuya tasa de crecimiento interanual ascendió hasta el 25,2% en octubre, 1,4 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en septiembre. La tasa de crecimiento de los valores a largo plazo emitidos por las IFM se redujo levemente, hasta el 8,9%, en el mismo período. Los datos desestacionalizados de los valores a largo plazo apuntan a un incremento de esta tasa en octubre, tras los acusados descensos de agosto y septiembre, puesto que las condiciones de los mercados financieros mejoraron en el transcurso de octubre. Parece que el notable crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM en los últimos meses está relacionado con las turbulencias de los mercados financieros. Dado que los diferenciales de los bonos a largo plazo aumentaron significativamente a partir del verano, las entidades de crédito refinanciaron una parte de sus pasivos a largo plazo mediante la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias disminuyó moderadamente, desde el 27,3% de septiembre, hasta el 26,9% registrado en octubre del 2007, aunque permaneció en un nivel elevado. La mayor parte de la actividad emisora de este sector está relacionada con las operaciones de titulización de las entidades de crédito, que resultaron afectadas negativamente por las turbulencias de los mercados financieros. Sin embargo, tanto en septiembre como en octubre, la actividad emisora mantuvo su dinamismo, en términos netos, a pesar de experi-

Gráfico 7 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.
Nota: Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras.

mentar un ligero debilitamiento. En octubre del 2007, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por este sector también registró un movimiento al alza como consecuencia de una importante operación llevada a cabo en un país de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector público cayó ligeramente en octubre, hasta el 3,1%, desde el 3,3% de septiembre. Esta disminución fue consecuencia de la moderada desaceleración de la tasa de crecimiento de los valores de este tipo emitidos por la Administración Central, que descendió desde el 3,2% en septiembre hasta el 3% en octubre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de la actividad emisora de otras Administraciones Públicas aumentó hasta situarse en el 5,5%.

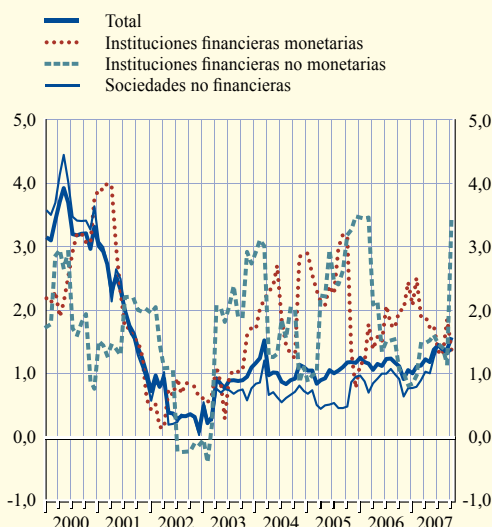
ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro aumentó hasta el 1,6% en octubre del 2007, desde el 1,4% de septiembre (véase cuadro 3).

Este resultado refleja el notable incremento de la tasa de crecimiento de la emisión de este tipo de valores por parte de las instituciones financieras no monetarias, que fue del 3,5%, mientras que la emisión por parte de las sociedades no financieras subió sólo de forma moderada, creciendo a una tasa del 1,4%. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM descendió 0,5 puntos porcentuales, hasta situarse en el 1,4% en octubre del 2007 (véase gráfico 8).

Gráfico 8 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

Nota: Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras.

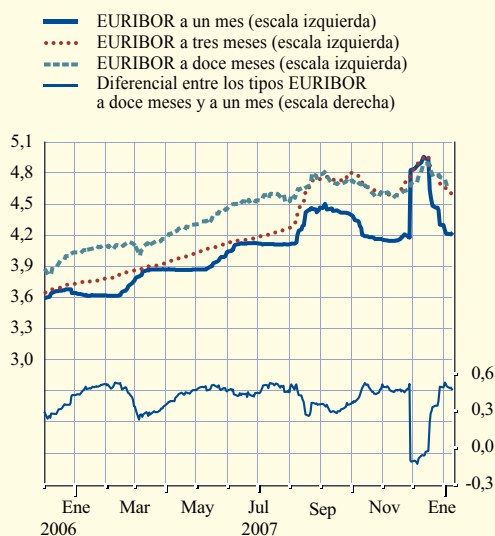
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés no colateralizados del mercado monetario aumentaron significativamente en diciembre, lo cual fue reflejo de las tensiones que suelen surgir en el mercado monetario hacia el final del año. A principios de enero, una vez que estas tensiones de final de año se habían superado, los tipos no colateralizados se redujeron a los niveles registrados a finales de noviembre. Sin embargo, en términos históricos, los diferenciales entre los tipos de interés colateralizados y no colateralizados del mercado monetario siguen siendo excepcionalmente acusados en los plazos superiores al muy corto plazo.

En diciembre los tipos de interés no colateralizados del mercado monetario aumentaron significativamente, lo cual fue reflejo de las tensiones que suelen surgir en el mercado monetario hacia el final del año, que se agudizaron, en esta ocasión, por las condiciones registradas en dicho mercado desde agosto. A principios de enero, una vez que estas tensiones de final de año se habían superado, los tipos no colateralizados del mercado monetario se redujeron y volvieron, en términos generales, a los niveles observados a finales de noviembre. El 9 de enero, el EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situó en el 4,21%, el 4,60%, el 4,64% y el 4,65%, es decir, 62, 24, 14 y 6 puntos básicos, respectivamente, por debajo de los niveles registrados el 3 de diciembre (véase gráfico 9).

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

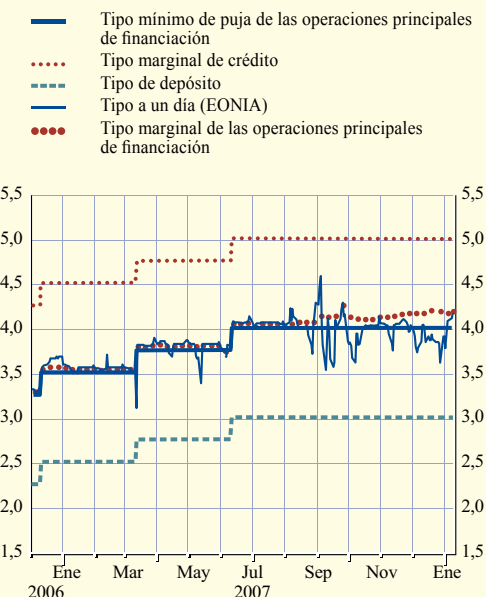
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 10 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes ascendió a 44 puntos básicos el 9 de enero, en comparación con -12 puntos básicos el 3 de diciembre (véase gráfico 9), como consecuencia de la disipación del efecto de fin de año en los plazos más cortos. Además, los diferenciales entre los tipos EURIBOR no colateralizados y los tipos colateralizados, como el EUREPO (un índice de los tipos de interés del mercado de repos del sector privado), siguen siendo elevados, en términos históricos, como resultado de las tensiones experimentadas en los mercados monetarios desde agosto. Sin embargo, estos diferenciales se han reducido ligeramente desde principios de diciembre. Tras situarse en 82 puntos básicos el 3 de diciembre, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el EUREPO a tres meses descendió, colocándose en 55 puntos básicos el 9 de enero, debido de nuevo, en gran parte, a que había pasado el período de fin de año.

El 9 de enero, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre del 2008 se situaban en el 4,50%, el 4,33% y el 4,17%, respectivamente. Estos tipos representaron aumentos de 7, 9 y 7 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 3 de diciembre.

El 6 de diciembre, el Consejo de Gobierno decidió mantener los tipos de interés oficiales del BCE, y el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema permaneció en el 4%.

Dada la situación de liquidez prevista por el BCE para el final del período de mantenimiento que finalizó el 11 de diciembre, el último día de dicho período se llevó a cabo una operación de ajuste para drenar liquidez, mediante la cual el BCE absorbió 21 mm de euros, situándose el EONIA en el 4,038% en esa fecha (véase gráfico 10). En los primeros días del período de mantenimiento de reservas que

terminó el 15 de enero, el EONIA se estabilizó en torno al 4%, antes de situarse por debajo del 4% hacia finales de año, especialmente en los últimos días de negociación. A principios de enero el EONIA volvió a niveles más normales, cercanos al 4%.

Las tensiones del mercado monetario se intensificaron en el mes de diciembre, debido a las incertidumbres relacionadas con el efecto de fin de año. En este entorno, en el último período de mantenimiento del año, que comenzó el 12 de diciembre, el BCE reforzó su política de adjudicar liquidez por encima del importe de referencia en sus operaciones principales de financiación, manteniendo el objetivo de alcanzar una situación de liquidez equilibrada al final del período de mantenimiento. Por tanto, el 11 de diciembre, en la primera operación principal de financiación semanal regular de dicho período de mantenimiento, el BCE adjudicó 218,5 mm de euros (35 mm de euros por encima del importe de referencia). El 18 de diciembre, en la segunda OPF de dicho período de mantenimiento (llevada a cabo como una operación a dos semanas con el compromiso de satisfacer todas las pujas a un tipo del 4,21% o superior), el BCE adjudicó un total de 348,607 mm de euros (168,1 mm de euros por encima del importe de referencia). En la tercera OPF, efectuada el 28 de diciembre, se adjudicaron otros 20 mm de euros. En el período de final de año y en los primeros días del 2008 se llevaron a cabo frecuentes operaciones de ajuste, con el fin de absorber el exceso de liquidez del mercado. El 3 de enero, en la cuarta OPF del período, el BCE adjudicó un total de 128,5 mm de euros. En la última OPF del período de mantenimiento, el BCE adjudicó un total de 151,5 mm de euros. El tipo de interés marginal correspondiente a estas cinco operaciones se situó en el 4,18%, el 4,21%, el 4,2%, el 4,18% y el 4,2%, respectivamente.

El 12 de diciembre se realizó una operación de financiación a plazo más largo complementaria (con un volumen de adjudicación fijo de 60 mm de euros), en la que el BCE adjudicó la totalidad del importe anunciado y los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron en el 4,81% y el 4,88%, respectivamente. El 20 de diciembre, en la operación regular de financiación a plazo más largo del Euro-sistema (ejecutada con un volumen de adjudicación fijo de 50 mm de euros), el BCE adjudicó 48,476 mm de euros, con unos tipos de interés marginal y medio ponderado del 4% y del 4,56%, respectivamente. El tipo de interés marginal de esta operación fue 79 puntos básicos inferior al EURIBOR a tres meses vigente en dicha fecha.

Los sistemas de liquidación y compensación de pagos y valores desempeñan un papel primordial en una economía moderna. El buen funcionamiento de estos sistemas es fundamental para la ejecución eficiente de la política monetaria. En el recuadro 2 se analiza la mejora de las estadísticas sobre negociación, compensación y liquidación de pagos y valores.

Recuadro 2

REVISIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS SOBRE NEGOCIACIÓN, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE PAGOS Y VALORES

Desde el 16 de noviembre de 2007, las estadísticas sobre negociación, compensación y liquidación de pagos y valores están disponibles en formato electrónico en el almacén de datos «Statistical Data Warehouse (SDW)» del BCE, cuya dirección en Internet es <http://sdw.ecb.europa.eu>. La publicación de estas estadísticas en este formato es el resultado de un exhaustivo ejercicio de revisión realizado entre el 2004 y el 2006, en el que el BCE, los bancos centrales nacionales de la UE y los correspondientes proveedores de datos crearon e implementaron un marco estadístico mejorado para la negociación, compensación y liquidación de pagos y valores. Este esfuerzo conjunto ha permitido armonizar en gran medida las estadísticas en estos ámbitos.

Desarrollo de las estadísticas sobre pagos y valores

El BCE publica estadísticas anuales sobre los sistemas de pago y de valores en la UE. Estas estadísticas constituyen una fuente de datos única para una amplia gama de usuarios y de fines, desde el análisis de cuestiones estratégicas y la correcta realización de las funciones de vigilancia por los bancos centrales, hasta el establecimiento de patrones de referencia de la evolución y la posición de mercado de las distintas entidades de crédito y la realización de diversas labores de investigación por la comunidad académica y estudiantes.

A finales de los años ochenta, los bancos centrales nacionales de la UE comenzaron a compilar estadísticas sobre pagos y valores de un modo descentralizado, utilizando en su mayor parte datos aportados de forma voluntaria, con el fin de poder realizar algún tipo de análisis básico. El ámbito de estos datos se fue ampliando de manera acorde con la evolución del mercado (por ejemplo, para incluir datos sobre las operaciones con dinero electrónico), utilizando para ello todavía un marco metodológico no vinculante y procedimientos simples de procesamiento de datos. El aumento del número de países declarantes, la variedad de datos compilados y el interés general por las estadísticas a comienzos de la presente década, hizo que el BCE y los bancos centrales nacionales de la UE decidieran revisar y mejorar la solidez metodológica y la comparabilidad de los datos recabados mediante la armonización de la metodología y la creación de un marco jurídico con obligaciones de información homogéneas. Los datos se almacenan ahora en el SDW, que es de fácil acceso y ofrece diversas opciones de visualización y de descarga de datos. El nuevo procedimiento ha supuesto también una mejora en el plazo en el que se dispone de los datos, que ahora es inferior a 11 meses desde el cierre del ejercicio en cuestión. Para el 2008, se prevé que este lapso se reduzca a menos de 10 meses.

Estadísticas sobre pagos y sistemas de pago

En cuanto a las estadísticas sobre pagos y sistemas de pago, la revisión se centró en la armonización de conceptos entre países, aunque también se amplió en cierta medida la cobertura de las estadísticas y se introdujeron modificaciones en algunos desgloses. Las exigencias de información relativas a las estadísticas de pagos se recogen ahora en una Orientación del BCE¹. Los datos, disponibles a partir del año 2000, recogen estadísticas de pagos sin efectivo por parte de instituciones distintas de IFM y de sistemas interbancarios de transferencia de fondos.

¹ Orientación del BCE, de 1 de agosto de 2007, sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros (refundición) (BCE/2007/9).

Los primeros comprenden tanto operaciones nacionales como transfronterizas, donde el pagador y/o el beneficiario son instituciones distintas de IFM². Las estadísticas se detallan por instrumentos de pago, según se observa en el gráfico A.

Los pagos sin efectivo por parte de instituciones distintas de IFM se realizan mediante una amplia variedad de instrumentos, y se compensan y liquidan de distintas formas en los diversos Estados miembros de la UE, dependiendo de cómo estén configurados los sistemas de pago nacionales. Por tanto, varios miles de instituciones participan en las estadísticas, en su mayoría entidades de crédito o sus asociaciones, pero también proveedores de infraestructuras de compensación y liquidación y otras instituciones que ofrecen servicios de pago según define la Directiva sobre Servicios de Pago³. Esto explica algunas de las dificultades encontradas en el pasado a la hora de aplicar conceptos y metodologías armonizados para la recopilación de datos sobre pagos y valores.

Por su parte, las estadísticas sobre sistemas interbancarios de transferencia de fondos incluyen no sólo datos de participación directa e indirecta en los sistemas de pago, sino también los pagos realizados por entidades de crédito e instituciones distintas de IFM según una lista armonizada de tipos de operación. También se incluyen estadísticas sobre el grado de concentración de las operaciones en las cinco entidades que más pagos envían al sistema. Los 58 sistemas de pago que actualmente aportan datos son los más significativos de la UE. Teniendo en cuenta el reducido número de sistemas, y dado que el ámbito de sus operaciones está delimitado y especificado por las normas del sistema en cuestión, los procedimientos de compilación de datos son más sencillos que en el caso de las estadísticas de pagos sin efectivo por instituciones distintas de IFM.

Las estadísticas muestran cómo se utilizan los sistemas de pago en cada país. Su uso depende de diversos factores como la estructura bancaria, la configuración institucional del sistema de pagos nacional y el marco jurídico que rige los instrumentos de pago.

Estadísticas de negociación, compensación y liquidación de valores

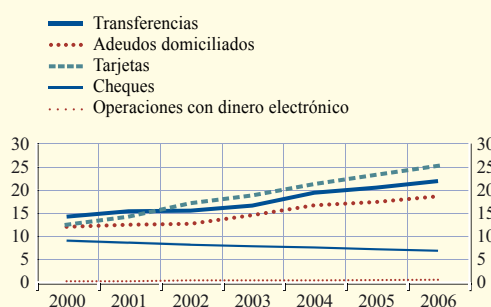
En el pasado, las estadísticas sobre negociación, compensación y liquidación de valores no estaban tan desarrolladas como las de pagos y sistemas de pago. Así pues, el ejercicio de revisión consistió en establecer exigencias de información detallada y armonizar las metodologías empleadas, lo que dio lugar a estadísticas más exhaustivas. Ahora se dispone de datos a partir del 2005 para los sistemas de liquidación de valores, y del 2006 para los de negociación y compensación. Todas estas cifras se compilan a partir de la legislación nacional en vigor o en base a acuerdos marco suscritos con los proveedores de datos.

2 Las instituciones distintas de IFM incluyen: sociedades no financieras, hogares, instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares, las Administraciones Públicas incluida la Administración central, otros intermediarios y auxiliares financieros, y las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

3 Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior.

Gráfico A Utilización de instrumentos de pago por instituciones distintas de IFM en la UE

(mm de operaciones al año)



Fuente: BCE.

En las estadísticas sobre negociación de valores participan los mercados de valores (en su mayoría a través de la Federación de Bolsas de Valores Europeas) y otros sistemas que conforman los mercados regulados según define la Directiva sobre Servicios de Inversión⁴. Los datos abarcan el número de participantes directos, el total de valores cotizados al cierre del ejercicio, la capitalización bursátil de las sociedades cotizadas al cierre del ejercicio y el número e importe totales de las operaciones realizadas.

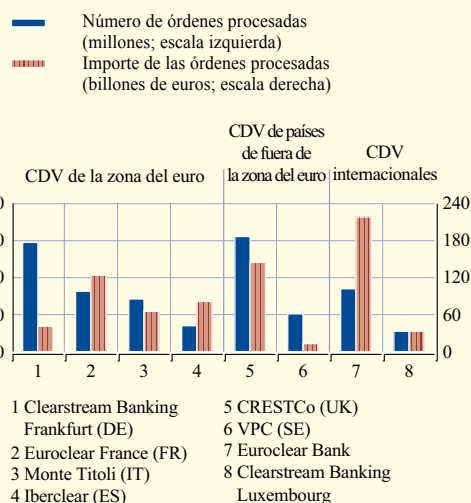
Las estadísticas sobre compensación de valores proceden de las entidades de contrapartida central, algunas de las cuales operan en diversos países europeos. Estos datos se refieren al número de miembros liquidadores al cierre del ejercicio y a los diferentes tipos de operaciones procesadas (por ejemplo derivados OTC y no OTC, cesiones temporales —*repos*— y operaciones al contado). Los datos también muestran si los contratos se compensaron o transfirieron a través de un enlace⁵.

Las estadísticas sobre liquidación de valores se obtienen de las centrales depositarias de valores (CDV), incluidas las CDV internacionales radicadas en Bélgica y Luxemburgo. Los datos comprenden la participación directa en las CDV, los valores mantenidos en cuentas al cierre del ejercicio, el número e importe de las órdenes de transferencia procesadas entre cuentas durante el año (como se observa en el gráfico B para las principales CDV de la UE), así como nuevas emisiones y amortizaciones de valores emitidos a través de CDV o mantenidos allí originalmente en custodia.

Perspectivas

Está previsto que el nuevo marco estadístico se mantenga sin cambios hasta el 2011, con el fin de que los proveedores de datos, los bancos centrales nacionales y los usuarios puedan adaptarse a las nuevas exigencias y familiarizarse con las nuevas estadísticas. No obstante, seguirá manteniéndose el diálogo con todas las partes interesadas para identificar las implicaciones que pueda tener cualquier evolución futura, como la implementación de la SEPA y la Directiva sobre Servicios de Pago.

Gráfico B Volumen de operaciones de las principales centrales depositarias de valores de la UE¹⁾ en 2006



Fuente: BCE.
1) CDV con un importe total de órdenes procesadas de más de 10 billones de euros.

4 Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, en su versión modificada.
5 Los contratos se compensan o transfieren a través de un enlace entre dos entidades de Contrapartida Central cuando el comprador y el vendedor son miembros liquidadores de distintas entidades de Contrapartida Central.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

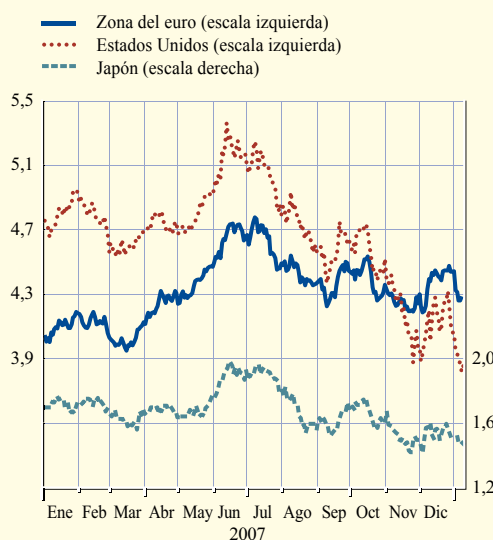
En diciembre del 2007 y a principios de enero del 2008, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo experimentó considerables fluctuaciones, aunque, en general, sin grandes cambios con respecto al nivel registrado a finales de noviembre. La acentuada tendencia a la baja que ha mostrado el rendimiento de la deuda pública en los últimos meses se invirtió inicialmente, al observarse incipientes señales de estabilización en los segmentos de más riesgo de los mercados financieros. Posteriormente, resurgió la preocupación de los mercados respecto a las perspectivas económicas de Estados Unidos, lo que hizo bajar el rendimiento de la deuda pública a escala mundial. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija alcanzó nuevos máximos en Estados Unidos, mientras que se estabilizó en niveles elevados en la zona del euro.

Tras el último repunte de la volatilidad de los mercados financieros registrado en noviembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo volvió a aumentar ante las señales de estabilización de los mercados de renta variable y de crédito observadas a comienzos de diciembre. Sin embargo, a finales de diciembre y principios de enero, el rendimiento de la deuda pública se vio afectado por la publicación de datos peores de lo previsto sobre el mercado de la vivienda y la confianza empresarial en Estados Unidos. En general, el rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó ligeramente en la zona del euro, y algo más en Estados Unidos, entre finales de noviembre del 2007 y el 9 de enero del presente año, fecha en la que se situó en el 4,2% y el 3,9%, respectivamente (véase gráfico 11). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro se amplió ligeramente, en términos absolutos, en el período considerado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años experimentó, en general, escasos cambios en relación con finales de noviembre, situándose en torno al 1,5% el 9 de enero. La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se mantuvo en niveles elevados en la zona del euro, mientras que creció hasta niveles inusualmente altos en Estados Unidos.

El aumento del rendimiento de los bonos a largo plazo observado en Estados Unidos en la mayor parte de diciembre pareció ser resultado, principalmente, del repunte de las primas de riesgo de los mercados de renta fija, tras el fuerte descenso registrado en noviembre. Este repunte fue, probablemente, reflejo de la inversión parcial de los anteriores desplazamientos de fondos hacia activos más seguros. Además, la publicación de los datos de inflación en los precios industriales y los precios de consumo correspondientes al mes de noviembre, que superaron las expectativas del mercado, contribuyó a generar presiones al alza sobre el rendimiento de los bonos. Por el contrario, la decisión de

Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

Nota: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.

Gráfico 12 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

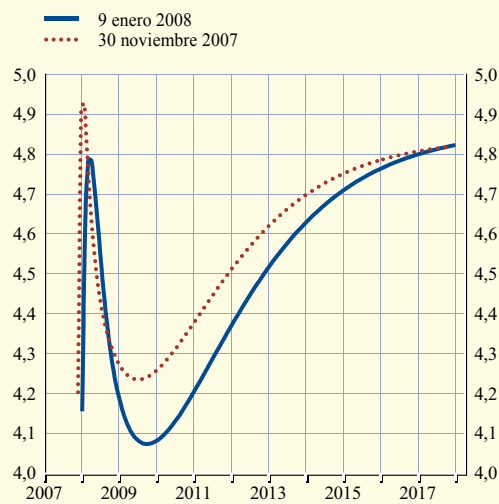
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 13 Tipos de interés forward implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Estimaciones del BCE y Reuters.

Nota: La curva de tipos *forward* que se obtiene a partir de la estructura temporal de los tipos de interés de mercado refleja las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las curvas de tipo *forward* se explica en el recuadro 4 del Boletín Mensual de enero de 1999. Los datos utilizados en la estimación son los tipos *swap* de cupón cero.

rebajar el tipo de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos, hasta el 4,25%, adoptada por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal el 11 de diciembre, y la comunicación realizada al respecto por el Comité, provocaron un descenso pronunciado, pero relativamente breve, del rendimiento de los bonos en todos los plazos, en un entorno de marcada caída de los precios de las acciones. La reciente reducción del rendimiento nominal de los bonos, debida, en gran medida, a la disminución del rendimiento real, parece ser reflejo, fundamentalmente, de la creciente inquietud de los participantes en el mercado acerca de las perspectivas económicas de Estados Unidos. Las tasas de inflación implícita a largo plazo permanecieron en niveles elevados a lo largo del período analizado.

En la zona del euro, el rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo siguió, en general, la tendencia al alza mostrada por los bonos estadounidenses a comienzos de diciembre, aunque fluctuó, posteriormente, dentro de un intervalo bastante estrecho. El incremento inicial del rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro fue consecuencia, básicamente, de la elevación del rendimiento real, medido por el rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación. Esta evolución sugiere que los participantes en el mercado consideran que las perspectivas económicas de la zona del euro continúan siendo relativamente favorables, pese a las recientes señales de moderación. A este respecto, cabe destacar que el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se mantiene en niveles similares a los registrados en mayo, es decir, antes del inicio de las turbulencias financieras.

Las tasas de inflación implícita a largo plazo experimentaron escasas variaciones en todos los plazos en el transcurso del período examinado. Así, la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco

años, que mide las expectativas de inflación a largo plazo y las correspondientes primas de riesgo, permaneció en un nivel algo elevado, en torno al 2,4%, el 9 de enero (véase gráfico 12).

Entre finales de noviembre del 2007 y principios de enero del 2008, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro experimentó un desplazamiento a la baja, de unos 10 puntos básicos, en los plazos medios, mientras que se mantuvo prácticamente sin cambios en los plazos más largos (véase gráfico 13). La decisión de no modificar los tipos de interés oficiales, adoptada por el BCE el 6 de diciembre, fue ampliamente anticipada por los participantes en el mercado, por lo que no tuvo efectos significativos sobre la curva de rendimientos.

Los diferenciales de crédito de mayor calidad del mercado de renta fija privada se estabilizaron, en general, en diciembre del 2007, tras el acusado aumento observado el mes anterior. Mientras que los diferenciales de renta fija privada de calificación más alta permanecieron bastante estables, el coste financiero relativo de la renta fija privada BBB, medido por el diferencial con respecto al rendimiento de la deuda pública, se incrementó en torno a 25 puntos básicos en el período considerado. Los diferenciales de renta fija de alta rentabilidad se ampliaron de forma apreciable, especialmente hacia el final del período. Los elevados niveles actuales de los diferenciales de renta fija privada reflejan, probablemente, una mayor percepción del riesgo por parte de los inversores.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

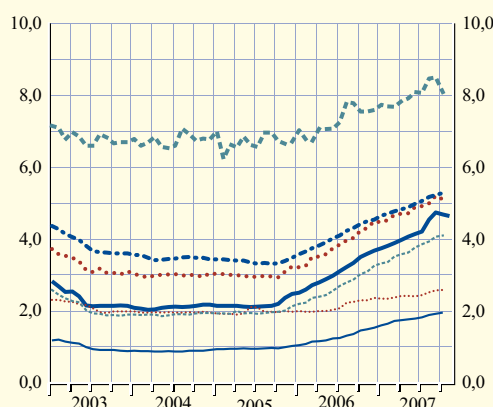
En octubre del 2007, la evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM fue dispar. Si se considera un período más prolongado, la transmisión de los tipos de interés de mercado a corto plazo a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito ha sido acorde, en general, con la dinámica observada anteriormente, mientras que el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública y los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM se amplió considerablemente, reflejando el aumento de los costes de financiación de las entidades de crédito.

En octubre del 2007, la evolución de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos fue dispar, en función del sector considerado (véanse cuadro 4 y gráfico 14), tras los aumentos generales registrados en agosto y septiembre. El descenso más significativo se observó en los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos a hogares para consumo, que cayeron 41 puntos básicos entre

Gráfico 14 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

(en porcentaje; tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones¹⁾)

- Tipo a tres meses del mercado monetario
- Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Préstamos a hogares para consumo sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Depósitos a la vista de las sociedades no financieras
- Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares
- Depósitos a plazo hasta un año de los hogares
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año



Fuente: BCE.

1) Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, comprendido entre enero y noviembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media de las nuevas operaciones en el 2003. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel de agregación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto del 2004.

Cuadro 4 Tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta oct 2007 ²⁾		
	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 Sep	2007 Oct	2007 Mar	2007 Jun	2007 Sep
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	2,87	3,27	3,51	3,77	4,07	4,10	59	33	3
A plazo a más de dos años	2,68	2,84	2,71	2,73	3,08	3,22	51	49	14
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,26	2,37	2,38	2,41	2,57	2,59	21	18	2
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,68	2,86	3,14	3,31	3,50	3,57	43	26	7
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
	1,36	1,53	1,72	1,79	1,92	1,95	23	16	3
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	2,98	3,47	3,67	3,93	4,13	4,07	40	14	-6
A plazo a más de dos años	3,70	4,03	3,61	4,09	4,37	4,51	90	42	14
Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	7,79	7,60	7,69	8,09	8,50	8,09	40	0	-41
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,31	4,55	4,78	4,99	5,23	5,29	51	30	6
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,63	4,55	4,69	4,89	5,08	5,07	38	18	-1
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
	5,69	5,80	6,06	6,18	6,50	6,55	49	37	5
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,74	5,08	5,29	5,53	5,92	5,95	66	42	3
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,59	4,67	4,83	5,00	5,24	5,26	43	26	2
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,03	4,50	4,68	4,90	5,21	5,10	42	20	-11
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,48	4,63	4,86	5,17	5,43	5,33	47	16	-10
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	3,34	3,68	3,89	4,15	4,74	4,69	80	54	-5
Rendimiento de la deuda pública a dos años	3,62	3,79	3,94	4,45	4,10	4,11	17	-34	1
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,70	3,83	3,95	4,57	4,19	4,21	26	-36	2

Fuente: BCE.

1) Los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel de agregación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto del 2004. Los datos trimestrales se refieren a fin de trimestre.

2) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

septiembre y octubre del 2007, invirtiendo el movimiento al alza del mes anterior. No obstante, este tipo a menudo se caracteriza por una elevada volatilidad. Los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año aumentaron 6 puntos básicos en octubre. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a las sociedades no financieras sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año registraron un incremento de 3 puntos básicos. En cambio, los tipos de interés aplicados por el citado sector a los nuevos préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros se redujeron 11 puntos básicos, probable-

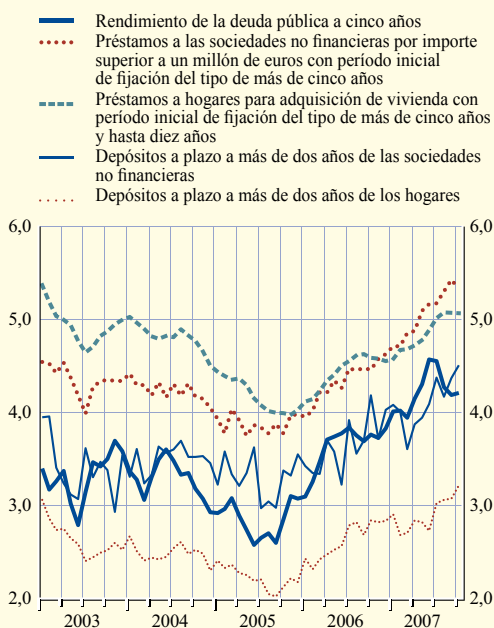
mente como consecuencia de la caída simultánea de los diferenciales de los valores de renta fija privada en octubre. Además, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los depósitos a plazo hasta un año de las sociedades no financieras descendieron unos 6 puntos básicos, mientras que los de los depósitos de los hogares al mismo plazo se incrementaron levemente, 3 puntos básicos. En ese mismo período, los tipos de interés a tres meses del mercado monetario se redujeron 5 puntos básicos. En general, la interrupción de la tendencia al alza de los tipos a corto plazo aplicados por las entidades de crédito en octubre se debió a la mejora observada en las condiciones de los mercados financieros ese mes, especialmente para las empresas.

Si se considera un período más prolongado, se observa que los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM se han incrementado en los últimos meses, en consonancia, en líneas generales, con la evolución de los tipos de mercado. Entre junio y octubre del 2007, un período caracterizado por un aumento de la volatilidad en los mercados financieros y de las tensiones en los mercados de crédito, los tipos de interés a tres meses del mercado monetario registraron un ascenso de 50 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares se incrementaron 33 puntos básicos. De igual modo, los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos hasta un millón de euros a las sociedades no financieras aumentaron 42 puntos básicos, mientras que los de los préstamos para adquisición de vivienda registraron un alza de 30 puntos básicos y los tipos de los préstamos para consumo no se modificaron.

En octubre del 2007, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos a plazo a más de dos años de los hogares y de las sociedades no financieras aumentaron considerablemente, 14 puntos básicos (véanse cuadro 4 y gráfico 15), mientras que el rendimiento de la deuda pública a dos años prácticamente no se modificó entre septiembre y octubre del 2007. Al mismo tiempo, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a los préstamos hasta un millón de euros a las sociedades no financieras no experimentaron variaciones, mientras que los correspondientes a los préstamos a largo plazo a este sector por importe superior a un millón de euros se redujeron 10 puntos básicos. En general, se ha observado que la transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos continúa siendo acorde con patrones históricos, en líneas generales. El descenso registrado en octubre en los tipos aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras también es coherente con la percepción de disminución del riesgo de crédito por parte de los participantes en el mercado, como se refleja en el estrechamiento de los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito y de los valores de renta fija

Gráfico 15 Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a largo plazo

(en porcentaje; tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones¹⁾)



Fuente: BCE.

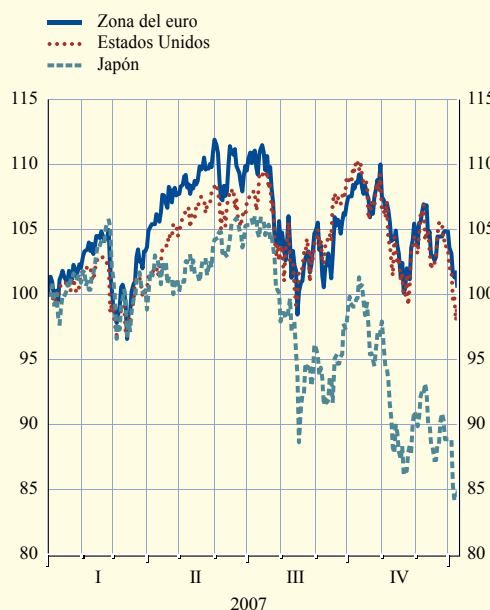
1) Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, comprendido entre enero y noviembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media de las nuevas operaciones en el 2003. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel de agregación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto del 2004.

privada, así como de los tipos *swap*, entre mediados de septiembre y finales de octubre del 2007.

Desde una perspectiva a más largo plazo, los diferenciales entre los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y el rendimiento de la deuda pública se han ampliado considerablemente en los últimos meses. El rendimiento de la deuda pública a dos años y a cinco años se redujo en torno a 30 y 40 puntos básicos, respectivamente, entre junio y octubre del 2007. En ese mismo período, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los depósitos de los hogares aumentaron 49 puntos básicos. En cuanto a los tipos aplicados a los préstamos por las IFM, los correspondientes a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años registraron un ascenso de 18 puntos básicos. En el caso de los préstamos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, los tipos aplicados por las IFM se incrementaron entre 16 y 26 puntos básicos, en función de la cuantía del préstamo. En general, si se considera el período transcurrido hasta octubre, las entidades de crédito parecen haber trasladado parte de la subida de los costes de financiación resultante de las dificultades registradas en los mercados monetarios a corto plazo y en otros segmentos de los mercados financieros. Por ejemplo, los diferenciales de los bonos emitidos por las entidades de crédito, medidos por el índice IBOXX, aumentaron 55 puntos básicos entre junio y octubre del 2007.

Gráfico 16 Índices bursátiles

(índice: 1 enero 2007 = 100; datos diarios)



Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.
Nota: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Tras experimentar un considerable repunte entre finales de noviembre y comienzos de diciembre, los precios de las acciones mostraron, en general, una tendencia a la baja, al resurgir la preocupación de los mercados respecto a las perspectivas de crecimiento económico, especialmente en Estados Unidos. En los últimos meses, los beneficios efectivos siguieron registrando un vigoroso crecimiento en la zona del euro, mientras que mostraron claras señales de moderación en Estados Unidos. Por el contrario, parece que los datos relativos a los beneficios esperados continuaron sustentando las cotizaciones bursátiles en ambos mercados. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable se elevó ligeramente en relación con los altos niveles observados a finales de noviembre.

A principios de diciembre del 2007, los índices bursátiles amplios de la zona del euro y de Estados Unidos repuntaron sensiblemente, tras la pronunciada presión vendedora registrada en noviembre (véase gráfico 16). Posteriormente, a finales de diciembre del 2007 y principios de enero del 2008, los mercados de valores experimentaron nuevos retrocesos, al volver a crecer la inquietud de los mercados respecto a las perspectivas de crecimiento económico, especialmente en Estados Unidos. En general,

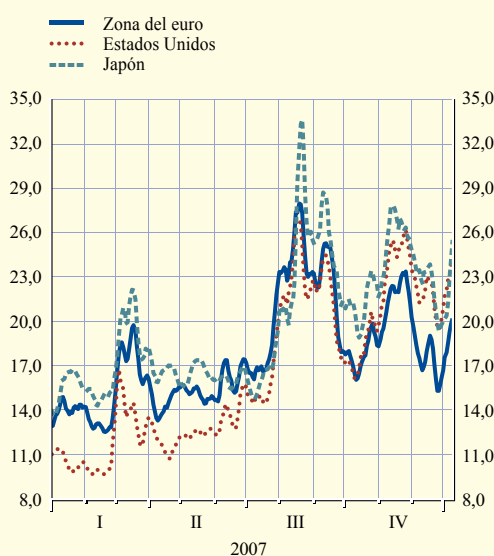
entre finales de noviembre del 2007 y el 9 de enero del presente año, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, y las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, bajaron en torno a un 5%, en ambos casos, mientras que las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, cayeron un 7%.

El descenso de los precios de las acciones observado en Estados Unidos reflejó, probablemente y entre otras cosas, las revisiones a la baja de las expectativas de los inversores respecto a las perspectivas de crecimiento de la actividad económica del país, en general, y de los beneficios empresariales, en particular, ante la publicación de los últimos datos macroeconómicos. Los nuevos datos relativos a la evolución de los mercados de la vivienda y del trabajo, y a la confianza empresarial en el sector manufacturero, han sido generalmente peores de lo esperado por los participantes en el mercado, por lo que han ejercido presiones a la baja sobre los precios de las acciones, especialmente en el sector financiero. Aunque el crecimiento esperado de los beneficios de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 siguió siendo vigoroso en diciembre, la tendencia decreciente de la tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción registrada en los últimos meses se acentuó todavía más. Por otro lado, un mayor número de empresas y de analistas de los mercados de valores revisaron a la baja sus estimaciones en diciembre, especialmente para los próximos doce meses, aunque también para los próximos tres a cinco años.

En línea con la situación observada en los mercados internacionales de renta variable, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro bajaron en el periodo considerado. Aunque el mercado de renta variable de la zona del euro evolucionó de forma ligeramente más favorable que otros mercados importantes, la tolerancia al riesgo de los inversores respecto a la renta variable de la zona del euro puede haberse reducido también, como consecuencia de la inquietud de los participantes en el mercado en torno a los efectos de contagio de una desaceleración posiblemente más intensa de lo previsto de la economía estadounidense. Sin embargo, el persistente crecimiento de los beneficios efectivos y esperados de las empresas de la zona del euro observado en diciembre siguió sustentando las cotizaciones bursátiles de la zona. El crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se situó en el 15% en diciembre, en un nivel ligeramente superior al registrado el mes anterior, y los analistas esperaban que los beneficios por acción de las empresas incluidas en el citado índice crecieran a una tasa interanual del 9% en los próximos doce meses y del 8% en los próximos tres a cinco años, prácticamente sin cambios en relación con las cifras de noviembre. Además del fuerte crecimiento de los beneficios efectivos, los indicadores más recientes de confianza empresarial de la zona del euro sugieren que no sólo los analistas sino también las empresas de la zona siguen siendo optimistas respecto a las perspectivas económicas. Por lo que se refiere a la evolución por

Gráfico 17 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

(en porcentaje; media móvil de cinco días de los datos diarios)



Fuente: Bloomberg.
Notas: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un periodo de hasta tres meses, implícitas en los precios de las opciones sobre índices de Bolsa. Los índices bursátiles a los que se refieren las volatilidades son el Dow Jones EURO STOXX 50 para la zona del euro, el Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y el Nikkei 225 para Japón.

sectores, los índices bursátiles registraron ganancias solamente en las materias primas básicas y en los sectores de petróleo y gas, reflejo del reciente repunte de los precios del petróleo y de otras materias primas, y en los sectores no cíclicos de sanidad y de agua, gas y electricidad.

La volatilidad implícita de los mercados de renta variable, que mide la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo de esos mercados, creció ligeramente en los principales mercados (véase gráfico 17). En consecuencia, parece persistir en Estados Unidos el patrón inusual de volatilidad implícita, muy superior a la correspondiente medida de la percepción del riesgo en la zona del euro, que apareció en noviembre.

3 PRECIOS Y COSTES

Se estima que, tras registrar un fuerte aumento en noviembre, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se ha mantenido sin cambios, en el 3,1%, en diciembre del 2007. Esta evolución fue determinada, fundamentalmente, por las subidas de los precios de la energía y de los alimentos. Persistieron elevadas presiones sobre los precios, a lo largo de la cadena de producción, y sobre los costes de los bienes intermedios, especialmente en los servicios. En general, se espera que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantenga bastante por encima del 2% en los próximos meses, y que se modere de forma gradual en el transcurso del 2008. Estas expectativas de moderación se basan en el supuesto de que se produzca cierta inversión de los recientes aumentos de los precios de las materias primas en los mercados internacionales (según se prevé en los mercados de futuros de estos productos) y, sobre todo, de que no se observen efectos de segunda vuelta generalizados sobre la fijación de los precios y salarios. Se ha confirmado plenamente que los riesgos para estas perspectivas apuntan al alza. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de un crecimiento de los salarios más dinámico de lo previsto, considerando la existencia de restricciones de la capacidad productiva y la evolución positiva de los mercados de trabajo. Además, la capacidad de fijación de precios de las empresas, especialmente en segmentos del mercado con un reducido nivel de competencia, podría ser mayor de lo esperado. Por último, podrían producirse nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, continuando la fuerte tendencia al alza observada en los últimos meses, y también podrían registrarse incrementos no anticipados de los precios administrados y de los impuestos indirectos.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE DICIEMBRE DEL 2007

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 3,1% en diciembre del 2007, sin cambios en relación con el mes de noviembre (véase cuadro 5). Aunque no se dispone todavía del detalle del IAPC de diciembre, los datos disponibles sugieren que, en varios países, el componente energético ha ejercido sobre el IAPC general cierta presión a la baja, que puede haberse visto compensada por alguna elevación de los precios de los alimentos elaborados.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2006	2007	2007 Jul	2007 Ago	2007 Sep	2007 Oct	2007 Nov	2007 Dic
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,2	.	1,8	1,7	2,1	2,6	3,1	3,1
Energía	7,7	.	0,0	-0,9	3,0	5,5	9,7	.
Alimentos no elaborados	2,8	.	2,8	2,4	2,1	3,1	3,0	.
Alimentos elaborados	2,1	.	1,9	2,5	3,1	3,8	4,6	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	.	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	.
Servicios	2,0	.	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	5,1	.	1,8	1,8	2,7	3,3	4,2	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,9	52,8	55,2	52,4	55,2	57,7	62,8	62,8
Precios de las materias primas no energéticas	24,8	9,2	7,8	5,4	6,9	3,5	-0,1	1,4

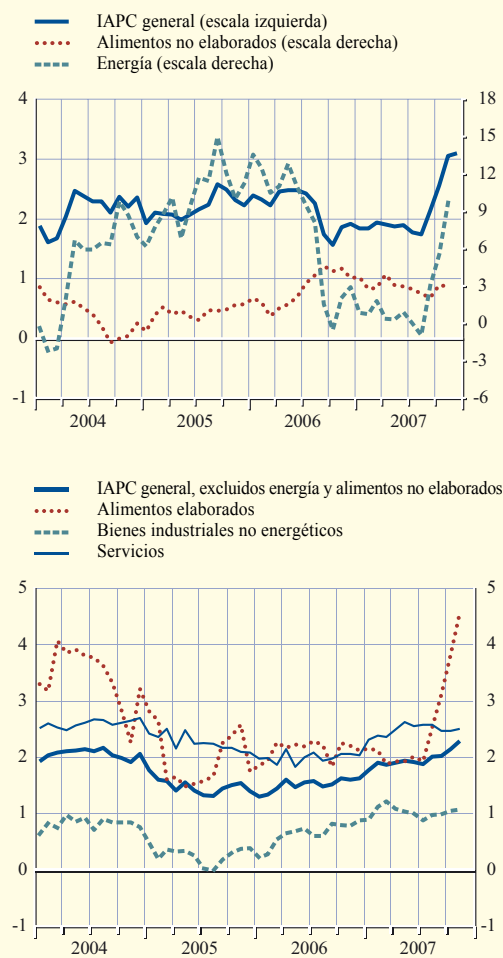
Fuentes: Eurostat, HWWI y cálculos del BCE basados en Thomson Financial Datastream.

Nota: Los datos de los precios industriales se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

1) La inflación medida por el IAPC de diciembre del 2007 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 18 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC HASTA NOVIEMBRE DEL 2007

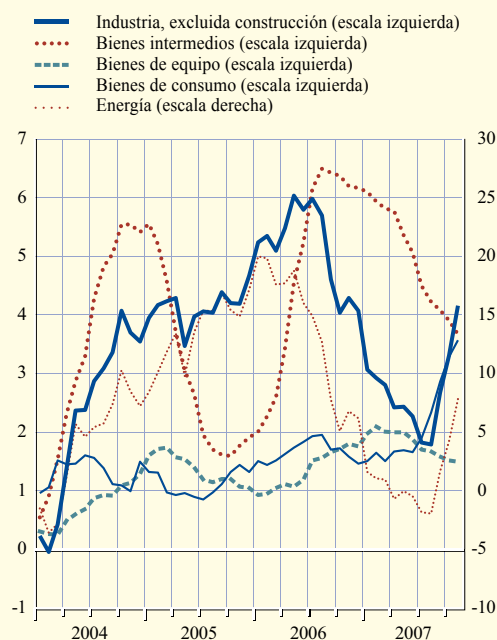
Ya se empezaron a observar fuertes presiones al alza a corto plazo sobre la inflación en noviembre, mes en el que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC general se situó en el 3,1%, muy por encima del 2,6% registrado en octubre (véase gráfico 18). Este aumento, originado, principalmente, por las acusadas subidas de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos elaborados, representa la tasa de crecimiento más alta de la inflación interanual medida por el IAPC alcanzada desde mayo del 2001.

En noviembre, la tasa de variación interanual de los precios energéticos se elevó al 9,7%, nivel muy superior al 5,5% registrado en octubre. Esta elevación fue consecuencia, en su mayor parte, del pronunciado incremento intermensual de los precios de la energía, reflejo de la transmisión de la reciente subida de los precios del petróleo en los mercados internacionales, así como del aumento de los márgenes propiciado por la mayor capacidad de fijación de precios de los proveedores de energía. Un efecto de base de la evolución de los precios del petróleo en el año anterior ejerció también cierta incidencia al alza sobre la tasa de variación interanual de los precios de la energía, aunque en menor medida que en los dos meses precedentes. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados disminuyó ligeramente en noviembre, como resultado, principalmente, de la evolución de los precios de las frutas y hortalizas, mientras que los precios de la carne aumentaron levemente.

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se elevó también en noviembre, hasta el 2,3%, su nivel más alto desde finales del 2002. Al igual que en los dos meses anteriores, este incremento fue determinado, básicamente, por la subida de los precios de los alimentos elaborados, especialmente de los productos lácteos y de los cereales, reflejo de las presiones mundiales sobre los precios de algunas materias primas alimentarias. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los dos mayores componentes del IAPC no experimentó cambios. La inflación en los precios de los servicios se situó en el 2,5%, y la relativa a los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo en el 1,1%. La evolución a corto plazo de estos dos componentes ha sido moderada en los últimos meses. Sin embargo, están registrando actualmente tasas de crecimiento superiores a la media del período transcurrido desde enero del año 1999, debido, en parte, al impacto del aumento del IVA alemán llevado a cabo en enero del 2007.

Gráfico 19 Desagregación de los precios industriales

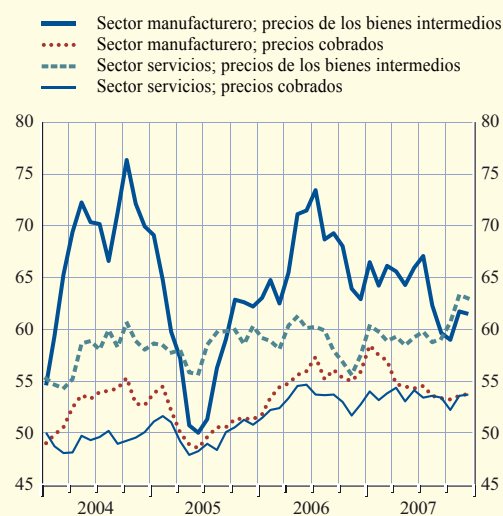
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

Gráfico 20 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: NTC Economics.
Nota: Un valor del índice superior a 50 indica un aumento de los precios, mientras que un valor inferior a 50 señala una disminución de los mismos.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, registró su tercer aumento consecutivo, elevándose hasta el 4,2% en noviembre, desde el 3,3% de octubre, como consecuencia, principalmente, de la fuerte subida de los precios de la energía y, en menor medida, de los precios industriales de los alimentos (véase gráfico 19). Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales se mantuvo sin cambios en un nivel elevado (3,2%) en noviembre, reflejo, al igual que en los meses anteriores, de movimientos de signo contrario entre sus componentes. Por un lado, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios disminuyó ligeramente en noviembre, manteniéndose en una senda decreciente, como resultado de la apreciación del euro y de la evolución moderada de los precios de las materias primas, mientras que los precios de los bienes de equipo no experimentaron cambios. Por otro lado, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo se elevó al 3,6%, como consecuencia del acusado aumento de los precios industriales de los bienes de consumo alimenticios. Sin embargo, si se excluyen el tabaco y los alimentos, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo se mantuvo en torno al 1,3% a lo largo del año, lo que sigue siendo señal de moderación de las presiones latentes sobre los precios de los bienes industriales no energéticos. En general, confirmando la valoración del mes pasado, los datos de precios industriales del mes de noviembre apuntan a elevadas presiones sobre los precios en distintas etapas de la cadena de producción, especialmente en relación con los precios de la energía y de los alimentos.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2005	2006	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III
Salarios negociados	2,1	2,3	2,1	2,5	2,0	2,3	2,2
Costes laborales totales por hora	2,7	2,6	2,6	2,3	2,3	2,4	2,5
Remuneración por asalariado	1,8	2,2	2,4	1,8	2,2	1,9	2,0
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,7	1,3	1,3	1,6	1,3	0,7	0,7
Costes laborales unitarios	1,0	0,9	1,1	0,2	0,9	1,2	1,2

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

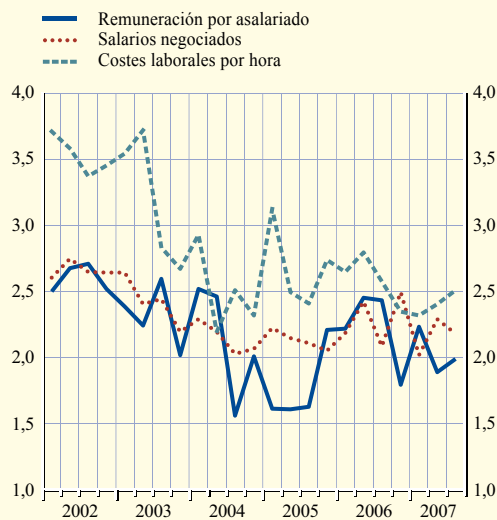
Nota: Los datos de los salarios negociados y de los costes laborales totales por hora no incluyen Chipre y Malta.

Los últimos datos sobre fijación de precios procedentes de la encuesta de NTC Economics a los directores de compras confirman la existencia de elevadas presiones sobre los costes de los bienes intermedios en los sectores de manufacturas y de servicios y sugieren la presencia de ciertas restricciones a la capacidad de trasladar estos aumentos a los precios de producción de las empresas (véase gráfico 20). Según los datos de la encuesta a los directores de compras, los indicadores de costes de los bienes intermedios de los sectores de manufacturas y de servicios se mantuvieron en niveles elevados en términos históricos en diciembre, tras el pronunciado aumento registrado en noviembre. En particular, el índice de precios de los bienes intermedios en los servicios se mantuvo en un nivel cercano al máximo alcanzado el mes anterior, hecho que los encuestados atribuyeron a las subidas de los precios del petróleo y de los alimentos y a las mayores presiones salariales. En diciembre, los indicadores de precios cobrados permanecieron en niveles elevados en ambos sectores, aunque sólo crecieron ligeramente, lo que parece confirmar la limitada

capacidad de fijación de precios de las empresas observada en los últimos meses.

Gráfico 21 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de la remuneración por asalariado se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

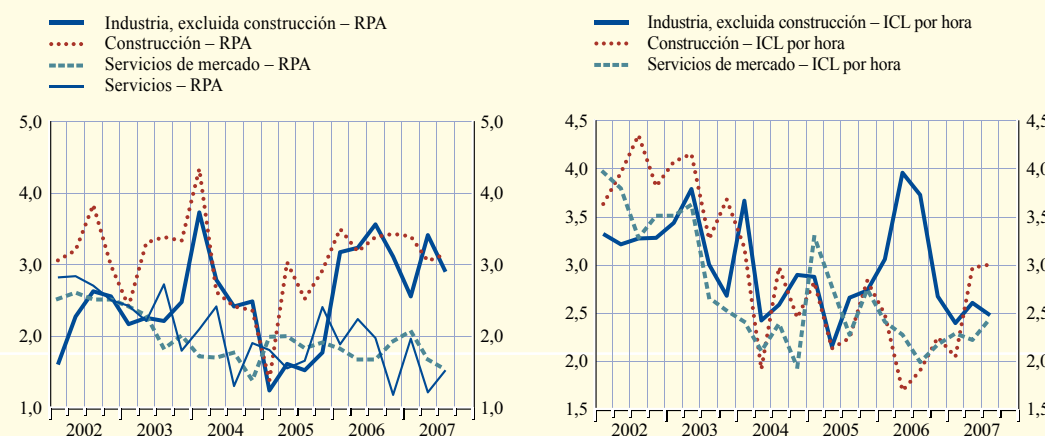
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Según los datos disponibles para el tercer trimestre del 2007, los indicadores de costes laborales apuntan al mantenimiento de la moderación salarial, en línea con la evolución observada en el 2006 (véase cuadro 6).

Los salarios negociados crecieron un 2,2% en el tercer trimestre del 2007, frente a 2,3% del segundo trimestre. Este crecimiento fue comparable a la media observada en el 2006 (véase gráfico 21). La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora en el sector de empresas no agrícolas se elevó al 2,5% en el tercer trimestre, ligeramente por encima de la tasa registrada en el segundo trimestre, y en línea con la media del 2006. Por cuestiones estadísticas, los datos de remuneración por asalariado correspondientes a los tres primeros trimestres del 2007 se han revisado a la baja de forma significativa. La tasa

Gráfico 22 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó ligeramente, hasta el 2%, en el tercer trimestre, desde el 1,9% del trimestre anterior, manteniéndose algo por debajo de las medias registradas el año precedente. Debido al moderado crecimiento de la productividad del trabajo, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios permaneció estable en el 1,2% en el tercer trimestre del 2007.

La evolución de los costes laborales mostró tendencias diferentes en los distintos sectores (véase gráfico 22). En la industria, excluida la construcción, los datos del tercer trimestre confirman que el crecimiento medio de la remuneración por asalariado registrado en el 2007 se mantuvo en general en línea con la evolución observada en el 2006. Por el contrario, en los servicios de mercado, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado volvió a disminuir en el tercer trimestre. En la construcción, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se moderó también en el transcurso del año, en línea con las primeras señales de desaceleración del crecimiento del empleo en ese sector. Ello concuerda con la estabilización del crecimiento de los costes laborales por hora, en un nivel elevado, observada en la construcción en el tercer trimestre.

De cara al futuro, la información preliminar sobre la evolución de los salarios en el último trimestre del 2007 no sugiere que se haya producido una aceleración en comparación con los dos trimestres anteriores. La información sobre las últimas negociaciones salariales, así como el esperado impacto de la eliminación gradual de las medidas orientadas a reducir las cotizaciones sociales, apuntan a un probable aumento del crecimiento salarial en el 2008, especialmente en el sector público.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En general, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga bastante por encima del 2% en los próximos meses, debido a los precios de la energía y de los alimentos, y que se modere de forma gradual en el transcurso del 2008, siempre que se produzca cierta inversión de los recientes aumentos de los precios de la energía y de los alimentos en los mercados internacionales, según se prevé en los mercados de futuros de estos productos, y siempre que las actuales elevadas tasas de inflación no generen efectos de segunda vuelta generalizados sobre la fijación de los precios y salarios. Además, se esperan efectos de base favorables en el 2008 (véase recuadro 3).

Se ha confirmado plenamente que los riesgos para estas perspectivas apuntan al alza. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de que el crecimiento de los salarios sea más dinámico de lo previsto, considerando la existencia de restricciones de la capacidad productiva y las señales positivas procedentes de los mercados de trabajo. Además, la capacidad de fijación de precios de las empresas, especialmente en segmentos del mercado con un reducido nivel de competencia, podría ser mayor de lo esperado. Por último, podrían producirse nuevas subidas de los precios del petróleo y de los productos agrícolas, continuando la fuerte tendencia al alza observada en los últimos meses, y también podrían registrarse incrementos no anticipados de los precios administrados y de los impuestos indirectos.

Recuadro 3

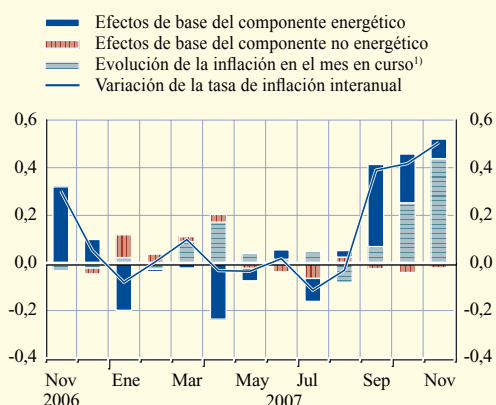
EVOLUCIÓN RECIENTE Y FUTURA DE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC: INCIDENCIA DE LOS EFECTOS DE BASE

En los doce meses transcurridos hasta noviembre del 2007, la inflación interanual medida por el IAPC se elevó desde el 1,9% hasta el 3,1%, como consecuencia de los fuertes aumentos de los precios de la energía y de los alimentos elaborados observados, en particular, a partir de agosto del 2007¹. A la hora de interpretar la evolución de las tasas de variación interanual, una cuestión fundamental es determinar en qué medida los cambios registrados reflejan la evolución de los precios en el año en curso (es decir, los cambios efectivos observados de un mes a otro) y en qué medida recogen la variabilidad de los precios del año anterior, a través del denominado «efecto de base». Este efecto puede definirse como la contribución a la variación de la tasa de inflación interanual en un determinado mes derivada de una desviación de la tasa de variación intermensual en el mes base (es decir, el mismo mes del año anterior) con respecto al perfil usual o «normal», teniendo en cuenta las fluctuaciones estacionales². Las modificaciones del perfil estacional de las variaciones de precios de un año a otro pueden producir cierto ruido en la tasa interanual. En este recuadro se analiza la incidencia de los efectos de base en la evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC.

- 1 Para más información sobre los precios de los alimentos, véase el recuadro titulado «Precios de los alimentos en la zona del euro: evolución reciente y perspectivas», en el Boletín Mensual de diciembre del 2007.
- 2 Véanse el recuadro titulado «Efectos de base y su impacto sobre la inflación medida por el IAPC a comienzos del 2005», en el Boletín Mensual de enero del 2005, y el recuadro titulado «Incidencia de los efectos de base en la evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC», en el Boletín Mensual de enero del 2007.

Gráfico A Desagregación de las variaciones mensuales de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC

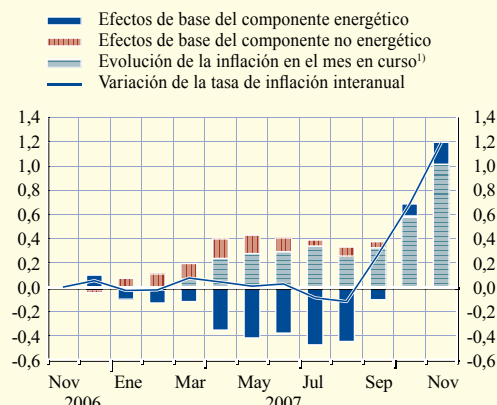
(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
1) Calculada como la diferencia entre la variación de la tasa de inflación interanual y los efectos de base combinados de los componentes energéticos y no energéticos.

Gráfico B Desagregación de las variaciones de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC desde noviembre del 2006

(puntos porcentuales)

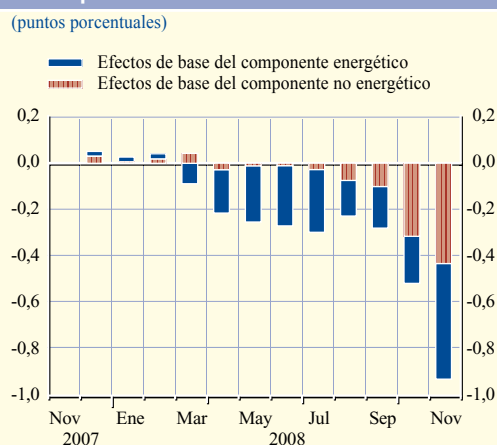


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
1) Calculada como la diferencia entre la variación de la tasa de inflación interanual y los efectos de base combinados de los componentes energéticos y no energéticos.

La determinación de un perfil mensual estacional para cada componente del IAPC permite estimar las contribuciones de los efectos de base y las de la evolución actual a las variaciones mensuales de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC³. El gráfico A muestra que los efectos de base derivados de los precios de la energía tuvieron una incidencia favorable (a la baja) sobre la inflación interanual medida por el IAPC en el primer semestre del 2007 y una incidencia marcadamente desfavorable (al alza) en septiembre y octubre. En diciembre, se estima que los efectos de base del componente energético tuvieron una incidencia poco significativa. En general, los efectos de base de los componentes no energéticos fueron relativamente reducidos en el 2007. Para el conjunto del año, los efectos de base favorables y desfavorables de los componentes energéticos y no energéticos se compensaron prácticamente, y la mayor parte del aumento acumulado de la inflación interanual medida por el IAPC fue resultado de la evolución actual de la inflación (véase gráfico B). De la elevación total de la inflación medida por el IAPC observada entre noviembre del 2006 y noviembre del 2007, unos 0,2 puntos porcentuales fueron reflejo de la incidencia al alza acumulada de los efectos de base del componente energético, mientras que 1 punto porcentual reflejó la evolución de los precios en el 2007.

En el 2008 se espera que los efectos de base de los precios energéticos y no energéticos incidan notablemente a la baja sobre la inflación (véase gráfico C). Esta incidencia se producirá, especialmente, hacia el final del año, dado que las pronunciadas subidas de los precios de la energía y de los alimentos registradas en el segundo semestre del 2007 desaparecerán de la comparación interanual doce meses más tarde. Otros posibles efectos de base favorables, derivados del hecho de que los aumentos del IVA y de las tarifas universitarias observados en Alemania en el 2007 desaparecerán de la comparación interanual, se producirían, principalmente, entre enero y abril del 2008. Incluso si los precios internos de la energía y de los alimentos evolucionaran en línea con sus tendencias históricas, los efectos de base reducirían la inflación medida por el IAPC en torno a 1 punto porcentual, en términos acumulados, en los doce meses transcurridos hasta noviembre del 2008. Sin embargo, la medida en qué estos efectos favorables podrían reducir la inflación medida por el IAPC depende, fundamentalmente, de la ausencia de nuevas perturbaciones de los precios del petróleo y de los alimentos y de la evolución de los demás componentes del IAPC. Por consiguiente, está claro que no se puede dar por sentado que, a finales del 2008, la inflación caerá en la medida reflejada en el gráfico C.

Gráfico C Impacto previsto de los efectos de base sobre la inflación interanual medida por el IAPC en comparación con noviembre del 2007



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3 La contribución de los efectos base a las variaciones mensuales de la tasa de inflación interanual se calcula como la desviación de la variación intermensual (sin desestacionalizar) registrada doce meses antes, con respecto a la variación intermensual «normal» estimada. La variación intermensual «normal» se obtiene añadiendo un factor estacional estimado para cada mes a la variación media intermensual observada desde enero de 1995.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

De acuerdo con la segunda estimación de Eurostat, el crecimiento del PIB real en la zona del euro en el tercer trimestre del 2007 fue del 0,8%, 0,1 punto porcentual por encima de la estimación anterior. La información disponible a comienzos del cuarto trimestre apunta a cierta moderación de la actividad económica en la industria, pero también, aunque en menor medida, en los servicios. No obstante, aunque los indicadores de confianza de las empresas y los consumidores han registrado un descenso en los últimos meses, en general permanecen en niveles que apuntan a un crecimiento sostenido. En términos generales, los fundamentos económicos de la zona del euro siguen siendo sólidos, la rentabilidad se ha mantenido, el crecimiento del empleo ha sido dinámico y la tasa de paro ha disminuido hasta niveles no registrados en los últimos veinticinco años. En consecuencia, el principal escenario continúa siendo el de un crecimiento del PIB real acorde básicamente con su tasa potencial. En líneas generales, las previsiones más recientes elaboradas por organismos internacionales confirman esta valoración. Los riesgos para estas perspectivas de crecimiento económico apuntan a la baja, y están relacionados, principalmente, con la posibilidad de un impacto más generalizado de lo actualmente esperado de la actual revisión de la valoración del riesgo en los mercados financieros sobre las condiciones de financiación y el clima económico, que podría afectar negativamente al crecimiento mundial y de la zona del euro. Otros riesgos a la baja se asocian a la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas, así como a la preocupación por las presiones proteccionistas y por una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

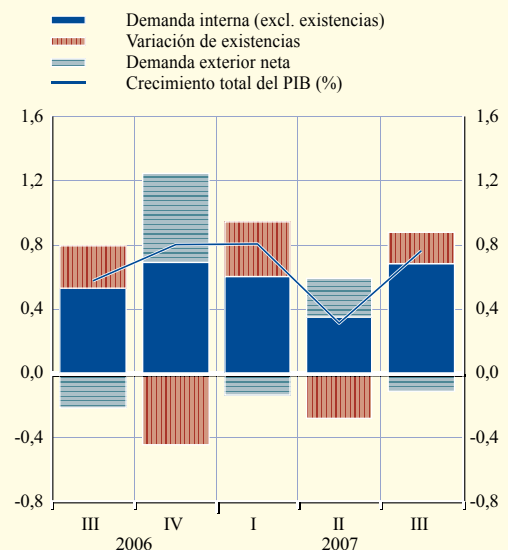
PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

De acuerdo con la segunda estimación de Eurostat de datos de las cuentas nacionales, el crecimiento del PIB real en la zona del euro en el tercer trimestre del 2007 fue del 0,8%, 0,1 punto porcentual por encima de la estimación anterior (véase gráfico 23). Esta revisión al alza es principalmente atribuible a la mayor contribución —0,6 puntos porcentuales— de la demanda interna, como consecuencia de un crecimiento de la inversión mayor de lo previsto anteriormente. La estimación de un crecimiento del 0,5% del consumo privado no se modificó, confirmando las indicaciones positivas observadas en el trimestre precedente. La contribución ligeramente negativa de la demanda exterior neta y la contribución positiva de las existencias también resultaron confirmadas.

La primera estimación del desglose de la inversión total para el tercer trimestre del 2007 también se publicó junto con la estimación de Eurostat. El crecimiento de la inversión excluida la construcción registró una ligera aceleración en el tercer trimestre y alcanzó el 1,4%, frente al 0,9% del segundo trimestre. En ese mismo período, el crecimiento de la inversión en construcción se recuperó y se situó en

Gráfico 23 Crecimiento del PIB real y contribuciones

(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

el 1%, en términos intertrimestrales, tras el descenso del 1% observado en el trimestre precedente. Este detalle confirma la valoración presentada en ediciones anteriores del Boletín Mensual sobre la fortaleza del avance de la inversión y la dinámica específica que afectó a la construcción en el segundo trimestre.

En resumen, la estimación más reciente de datos de las cuentas nacionales confirma que el crecimiento económico de la zona del euro continuó siendo dinámico en los tres primeros trimestres del 2007, aunque, en promedio, fue algo más reducido que en el 2006.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

De acuerdo con la segunda estimación de Eurostat de datos de las cuentas nacionales, la contribución de los distintos sectores al crecimiento de valor añadido en el tercer trimestre del 2007 prácticamente no se modificó. Las contribuciones de la industria y de los servicios —0,3 y 0,5 puntos porcentuales, respectivamente— al valor añadido total de la zona del euro resultaron confirmadas.

La información más reciente de que se dispone sugiere que la contribución de la industria al crecimiento del PIB real de la zona del euro en el cuarto trimestre del 2007 fue inferior a la del tercero. En octubre, la producción industrial (excluida la construcción) se incrementó un 0,4%, en términos intermensuales, tras el descenso del 0,8% del mes anterior (véase gráfico 24). El aumento observado en octubre estuvo principalmente determinado por la producción de bienes de equipo y de bienes intermedios. La producción de energía representó un lastre para el crecimiento, posiblemente relacionado con los efectos de las condiciones meteorológicas en algunas partes de la zona del euro. En términos intertrimestrales, los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) registraron un aumento del 0,6% en octubre, en comparación con el 1,2% del mes anterior, confirmando la opinión de que la expansión de este sector puede estar desacelerándose. En la construcción, la producción se incrementó un 0,6% en los tres meses transcurridos hasta noviembre.

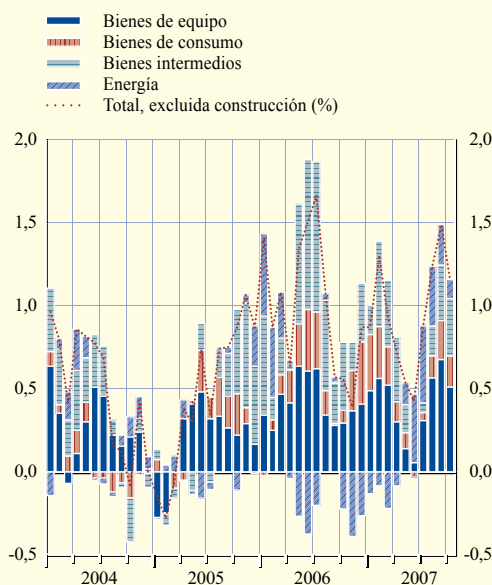
En general, la información más reciente sugiere que es probable que la producción industrial del cuarto trimestre haya sido inferior a la del tercero.

DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVOS A LA INDUSTRIA Y LOS SERVICIOS

Los datos de las encuestas de opinión también apuntan a una ralentización del crecimiento en el cuarto trimestre del 2007. Tanto el índice de directores de compras como el indicador de la Comisión Europea sugieren que el nivel medio de actividad industrial en el citado trimestre fue inferior al del trimestre precedente (véase gráfico 25). En cuanto a los servicios, tanto el indicador de la Comisión como el índice de directores de compras se mantuvieron por debajo de su media histórica, aunque en el cuarto trimestre permanecieron en niveles acordes con un crecimiento sostenido. En general, las encuestas de opinión relativas a la industria y los servicios sugieren que la tasa de crecimiento del PIB en el último trimestre del 2007 puede haber sido inferior a la del tercer trimestre.

Gráfico 24 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)

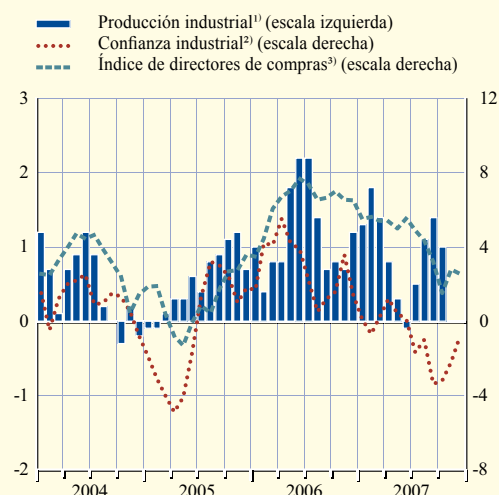


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores. Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

Gráfico 25 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

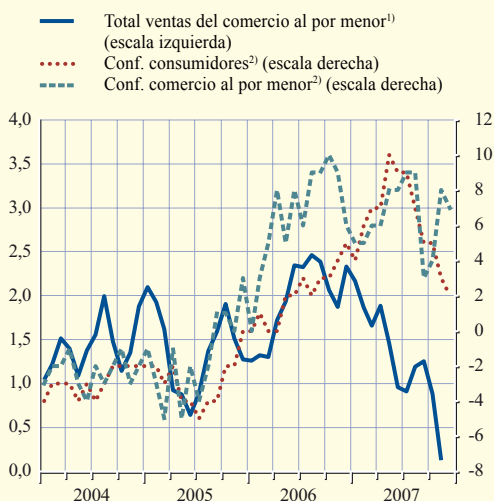
(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, NTC Economics y cálculos del BCE.
 Nota: Los datos de la producción industrial se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.
 1) Tasas de variación intertrimestral.
 2) Saldos netos; variaciones en comparación con los tres meses anteriores.
 3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

Gráfico 26 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
 Nota: Los datos del total de ventas del comercio al por menor se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.
 1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables.
 2) Saldos netos; desviaciones respecto a la media histórica y datos desestacionalizados. Para la confianza de los consumidores, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores, debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los indicadores disponibles del gasto de los hogares sugieren que el crecimiento del consumo fue algo más moderado en el cuarto trimestre del 2007, tras el repunte del consumo privado, hasta el 0,5%, en el tercer trimestre.

En noviembre, las ventas del comercio al por menor de la zona del euro se redujeron un 0,5%, en términos intermensuales, tras la caída del 0,7% de octubre, al mismo tiempo que las matriculaciones de automóviles también disminuyeron por segundo mes consecutivo, un 0,7%, en términos intermensuales, en noviembre, (véase gráfico 26). Por tanto, es poco probable que la contribución de estos dos componentes al crecimiento del consumo privado fuera positiva en el cuarto trimestre del 2007. El indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea, que señala las percepciones de este sector, experimentó un ligero descenso en diciembre, pero se mantuvo en un nivel históricamente elevado. Mientras, la confianza de los consumidores de la zona del euro volvió a registrar un ligero retroceso ese mes, principalmente como consecuencia del deterioro de la percepción acerca de su situación económica personal. Aunque este indicador se mantiene por encima de su media histórica, ha caído con respecto al máximo observado en mayo del 2007. A pesar de que los indicadores apuntan a un crecimiento algo más moderado del consumo en el cuarto trimestre del 2007 que en el tercero, las condiciones en el mercado de trabajo son favorables, lo que implica que las perspectivas del consumo privado para el 2008 son, en general, positivas.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

El mercado de trabajo de la zona del euro ha experimentado una clara mejora en los últimos años y, aunque se ha observado cierta moderación, los datos más recientes han confirmado esta tendencia favorable.

DESEMPLEO

En noviembre, la tasa de paro normalizada de la zona del euro se mantuvo estable, en el 7,2%, tras una caída de 0,1 punto porcentual en octubre (véase gráfico 27). Esta cifra tiene su origen en una disminución mensual del número de parados en la zona de casi 80.000 personas, y apunta a un ritmo ligeramente más rápido de reducción del número de parados en el cuarto trimestre, en comparación con el trimestre anterior. La tasa de paro ha descendido considerablemente, 0,8 puntos porcentuales, en el periodo de doce meses transcurrido hasta noviembre.

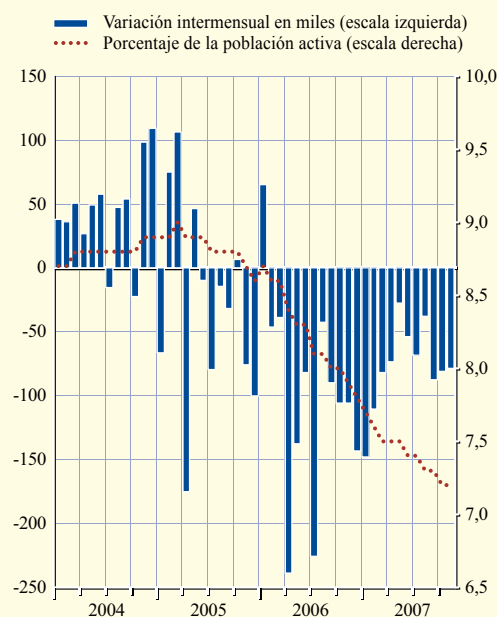
EMPLEO

La segunda estimación de Eurostat confirmó que la tasa de crecimiento del empleo en la zona del euro fue del 0,3%, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre del 2007, tras un aumento del 0,6% en los dos trimestres anteriores (véase cuadro 7). El detalle por sectores de que se dispone

ahora muestra que la moderación del crecimiento del empleo en el tercer trimestre tuvo su origen en la evolución de la construcción y, en menor medida, de los servicios. En este último sector, la moderación de la expansión del empleo fue prácticamente generalizada en los diversos subsectores (comercio

Gráfico 27 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.
Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluidos Chipre y Malta.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

(tasas de variación respecto al período anterior; datos desestacionalizados)

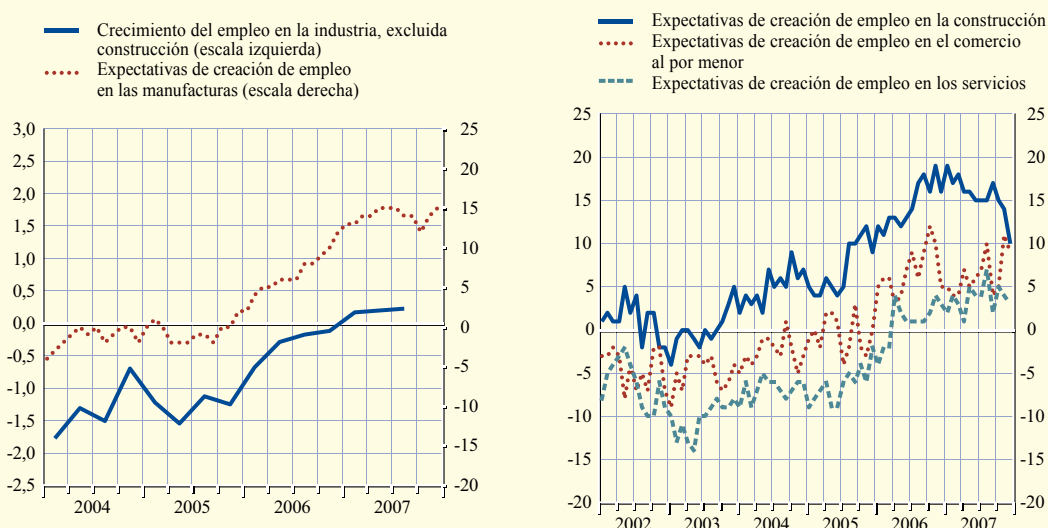
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2005	2006	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III
Total de la economía	0,9	1,5	0,2	0,4	0,6	0,6	0,3
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,0	-1,2	-1,3	-0,8	0,8	-1,0	-1,3
Industria	-0,2	0,6	0,3	0,4	0,6	0,4	0,1
Excluida la construcción	-1,3	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Construcción	2,5	2,7	0,9	1,5	1,8	1,2	0,1
Servicios	1,4	2,0	0,3	0,4	0,6	0,7	0,5
Comercio y transporte	0,7	1,5	0,0	0,2	0,7	0,9	0,7
Finanzas y empresas	2,4	3,6	1,0	1,0	1,4	1,0	0,7
Administración pública ¹⁾	1,4	1,7	0,1	0,4	0,2	0,5	0,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 28 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

y transporte, servicios financieros y empresariales, y Administración pública). En el tercer trimestre del 2007, el crecimiento del empleo en la industria, excluida la construcción, se mantuvo invariable con respecto al trimestre anterior, con una tasa reducida pero todavía positiva. En términos interanuales, esta tasa aumentó un 1,9% en el tercer trimestre, tras un incremento del 1,8% en el trimestre anterior.

La positiva evolución del mercado de trabajo de la zona del euro en los últimos años parece haber continuado en el cuarto trimestre del 2007, según datos de encuestas de opinión disponibles hasta diciembre (véase gráfico 28). De acuerdo con la encuesta a los directores de compras de NTC Eco-

Recuadro 4

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO EN LA ZONA DEL EURO: RESULTADOS DE LA RECIENTE PUBLICACIÓN DE LA BASE DE DATOS EU KLEMS

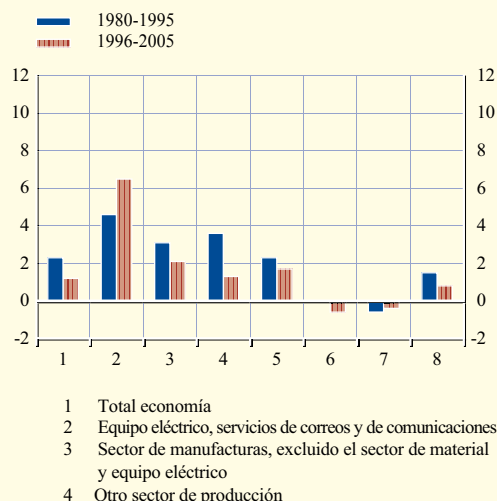
Las ganancias de productividad son el principal motor del crecimiento del producto real y del nivel de vida en el medio a largo plazo. En este recuadro se analizan los principales datos de crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro, procedentes de la base de datos EU KLEMS¹. En particular, se comparan las principales tendencias de la productividad del trabajo de la zona del euro, observadas a nivel agregado y sectorial en el período 1996-2005, con las registradas en el período 1980-1995, y también con las de Estados Unidos.

La información de la base de datos EU KLEMS sobre contabilidad del crecimiento y la productividad se publicó en Bruselas el 15 de marzo de 2007 y los valores de las distintas variables que incorpora se actualizaron en noviembre del 2007. Estos datos son el resultado de un proyecto de dos años llevado a

¹ La base de datos EU KLEMS debe su nombre a que desagrega la evolución del crecimiento económico en las contribuciones de los distintos factores de producción y de bienes intermedios: capital (K), trabajo (L), energía (E), materiales (M) y servicios (S).

Gráfico A Crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro

(tasas medias de crecimiento interanual, en porcentaje)

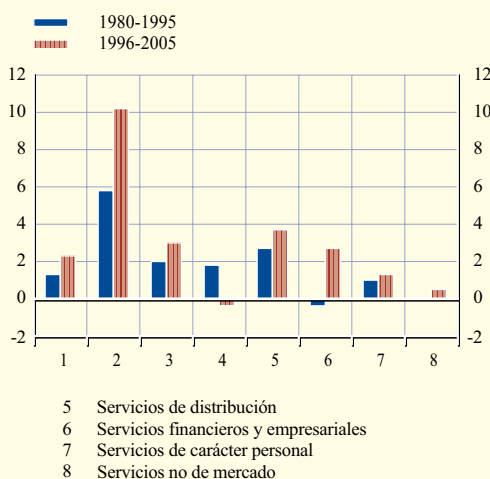


Fuente: Base de datos EU KLEMS.

Nota: Los datos de la zona del euro no incluyen Grecia, Irlanda, Chipre, Luxemburgo, Malta, Portugal y Eslovenia.

Gráfico B Crecimiento de la productividad del trabajo en Estados Unidos

(tasas medias de crecimiento interanual, en porcentaje)



cabo por investigadores de 16 instituciones de la UE, bajo la dirección del Growth and Development Centre de Groningen y del National Institute of Economic and Social Research, en colaboración con Eurostat. La Comisión Europea inició y financió el proyecto. Los datos constituyen series temporales correspondientes al período 1970-2005 y miden el crecimiento del producto, el empleo, la formación de capital y la productividad total de los factores (PTF) por sectores en 25 países de la UE, así como en Estados Unidos y Japón². La base de datos EU KLEMS proporciona una información muy valiosa para evaluar las tendencias estructurales del producto real y de la productividad del trabajo. No obstante, estos datos se encuentran todavía en una fase preliminar y deberían ser validados por los institutos nacionales de estadística. A estos efectos, se prevé incluir en el proyecto EU KLEMS un componente adicional, es decir, un «módulo estadístico», mediante el cual los institutos nacionales de estadística participarán en la compilación periódica de este conjunto de datos, que se encuentra, de momento, en una fase de investigación. Hay que alentar esta participación a escala europea, ya que permitirá a los responsables de la política económica de la UE utilizar en mayor medida las estadísticas oficiales sobre la evolución de la productividad para realizar un seguimiento de este factor y para tomar decisiones.

La productividad del trabajo se puede medir en términos de valor añadido bruto real y de total de horas trabajadas. El crecimiento de la productividad del trabajo de la zona del euro (medido en términos de crecimiento medio interanual del valor añadido bruto por hora trabajada) descendió de forma acusada, desde el 2,3% del período 1980-1995, hasta el 1,2% del período 1996-2005 (véase gráfico A), mientras que el crecimiento del valor añadido bruto real de la zona (medido en términos de crecimiento medio interanual) disminuyó de forma moderada, desde el 2,2% del primer período, hasta el 1,9% del segundo. En Estados Unidos, el crecimiento de la productividad del trabajo se elevó, desde el 1,3% hasta el 2,3%, en los dos períodos, mientras que el crecimiento del valor añadido bruto real aumentó también,

² Para más detalles, véase Timmer, M., M. O'Mahony y B. van Ark, EU KLEMS Growth and Productivity Accounts: An Overview, en www.euklems.net.

desde el 2,7% hasta el 3,1% (véase gráfico B). La desaceleración del crecimiento de la productividad del trabajo observada en la zona del euro se debe, en gran medida, al incremento del total de horas trabajadas, desde una tasa media de crecimiento interanual negativa (-0,2%) en el período 1980-1995, hasta una tasa positiva (0,8%) en el período 1996-2005. Ello contrasta con un descenso de la tasa media de crecimiento interanual del total de horas trabajadas en Estados Unidos, desde el 1,4% del primer período, hasta el 0,9% del segundo. Junto con la aceleración del crecimiento del valor añadido bruto real mencionada anteriormente, la desaceleración del crecimiento del factor trabajo ha contribuido a la elevación del crecimiento de la productividad del trabajo registrada en Estados Unidos en el segundo período. En general, ello es señal de una clara inversión del crecimiento de la productividad del trabajo entre los dos períodos, a consecuencia de la cual el crecimiento de la productividad del trabajo observado en Estados Unidos ha superado el registrado en la zona del euro en el segundo período³.

Los gráficos A y B muestran la evolución del crecimiento de la productividad del trabajo por sectores económicos. Como puede observarse en el gráfico A, en el período 1996-2005, en la zona del euro se registró una contribución positiva de los sectores de equipo eléctrico y de servicios de correos y de comunicaciones (que incluyen los sectores productores de tecnologías de la información y las comunicaciones - TIC) y, en menor medida, del sector de manufacturas (excluido el sector de material y equipo eléctrico), del otro sector de producción, de los servicios de distribución y de los servicios no de mercado. Por el contrario, la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo fue negativa en los servicios de carácter personal, así como en los servicios financieros y empresariales. El crecimiento de la productividad del trabajo disminuyó en comparación con el anterior período 1980-1995 en el sector de manufacturas (excluido el sector de material y equipo eléctrico), el otro sector de producción, los servicios de distribución, los servicios financieros y empresariales y los servicios no de mercado.

El gráfico B muestra que en Estados Unidos el crecimiento de la productividad del trabajo por sectores económicos fue más elevado que en la zona del euro en el período 1996-2005. En este segundo período, las tasas de crecimiento de la productividad del trabajo fueron muy altas en todos los sectores (más del 2% anual) y superaron las observadas en la zona del euro, además de ser más elevadas que las registradas en el período 1980-1995. Al igual que en la zona del euro, los sectores de equipo eléctrico y de servicios de correos y de comunicaciones experimentaron el mayor crecimiento de la productividad del trabajo en el segundo período. En general, si se comparan los gráficos A y B se observa, en el segundo período, un diferencial de productividad del trabajo en el sector de manufacturas (excluido el sector de material y equipo eléctrico) favorable a Estados Unidos, y un diferencial cuantitativamente mayor en el sector de servicios de mercado (es decir, servicios de distribución, servicios financieros y empresariales y servicios de carácter personal).

Las tendencias de crecimiento del producto real pueden analizarse también en términos de contabilidad del crecimiento, atribuyendo la evolución del producto real a las tasas de variación del factor capital, del factor trabajo y de la PTF. Más que intentar realizar una desagregación completa del crecimiento del producto real, el cuadro muestra el crecimiento interanual de la PTF, que parece ser el principal factor determinante de la mayor diferencia entre el crecimiento del producto real en Estados Unidos y en la zona del euro en el segundo período⁴. Este componente se evalúa en relación con la economía de mercado (es decir, el total de la economía, excluidas las actividades inmobiliarias y los servicios no de

3 Para un análisis reciente de las diferencias entre el crecimiento del producto real y de la productividad del trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos desde mediados de los años noventa, véase van Ark, B., M. O'Mahony y G. Ypma (eds.), *The EU KLEMS Productivity Report: An Overview of Results from the EU KLEMS Growth and Productivity Accounts for the European Union, EU Member States and Major Other Countries in the World*, n.º 1, marzo del 2007.

4 Para un análisis más detallado del crecimiento sectorial de la PTF en la zona del euro, utilizando la base de datos EU KLEMS, véase el recuadro titulado «Comportamiento sectorial del crecimiento de la productividad total de los factores en los países de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2007.

Crecimiento de la productividad total de los factores

(tasas medias de crecimiento interanual, en porcentaje)

	Zona del euro		Estados Unidos	
	1980-1995	1996-2005	1980-1995	1996-2005
Economía de mercado	0,9	0,4	0,7	1,4
Equipo eléctrico, servicios de correos y de comunicaciones	2,6	4,8	3,8	7,1
Sector de manufacturas, excluido el sector de material y equipo eléctrico	1,5	0,9	0,9	1,5
Otro sector de producción	1,6	0,2	1,2	-0,7
Servicios de distribución	1,3	0,7	1,8	2,4
Servicios financieros y empresariales	-1,0	-1,3	-2,3	0,1
Servicios de carácter personal	-1,1	-0,9	0,6	0,7

Fuente: Base de datos EU KLEMS.

Nota: Los datos de la zona del euro no incluyen Grecia, Irlanda, Chipre, Luxemburgo, Malta, Portugal y Eslovenia.

mercado, que incluyen la sanidad, la educación y la administración pública). En el período 1980-1995, el crecimiento medio interanual de la PTF de la zona del euro (0,9%) fue ligeramente superior al observado en Estados Unidos (0,7%). En el período 1996-2005, el crecimiento de la PTF de la zona del euro descendió al 0,4%, mientras que se elevó considerablemente, hasta el 1,4%, en Estados Unidos. El descenso del crecimiento de la PTF de la zona del euro registrado en el segundo período fue bastante generalizado y se observó en el sector de manufacturas (excluido el sector de material y equipo eléctrico) y en el otro sector de producción, así como en los servicios, como los de distribución y los servicios financieros y empresariales. Las únicas actividades económicas que experimentaron un crecimiento de la PTF más elevado en el segundo período que en el primero fueron los sectores de equipo eléctrico y de servicios de correos y de comunicaciones, y los servicios de carácter personal⁵.

Tal y como se indicaba anteriormente, se está trabajando todavía en la base de datos EU KLEMS, por lo que es necesaria cierta cautela a la hora de interpretar los datos. El análisis del conjunto actual de datos de la base EU KLEMS muestra que el crecimiento de la productividad de la zona del euro ha estado limitado en el segundo período, en el que ha sido superado por el de Estados Unidos. Por otro lado, los citados datos corroboran, en general, los resultados anteriores, que atribuyen la desaceleración del crecimiento de la productividad del trabajo de la zona del euro registrada en el segundo período a la evolución de determinados servicios que utilizan las TIC, como los servicios de distribución y los servicios financieros. La limitada productividad del trabajo y el reducido crecimiento de la PTF en los servicios de mercado de la zona del euro reflejan unos insuficientes efectos de contagio de la tecnología y la innovación, así como rigideces del mercado⁶. Sin embargo, cabe destacar que el crecimiento de la PTF no refleja solamente los avances tecnológicos, sino que recoge también otros factores, como los beneficios de las economías de escala, las variaciones en la utilización de la capacidad productiva y los errores de medición, ya que representa todos los factores que no son cambios en los factores trabajo y capital. Por último, el hecho de que las rigideces de los mercados de trabajo y de productos afectan negativamente al crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro nos ha de recordar que, pese a los importantes progresos realizados en determinadas áreas, las reformas

5 Entre las fuentes de disparidades entre el crecimiento económico de Estados Unidos y el de la zona del euro, distintas del crecimiento de la PTF, la acumulación de capital no parece haber contribuido a ampliar la brecha (pese al mayor dinamismo de su componente de capital de las TIC en la economía estadounidense).

6 Véanse van Ark, B., M. O'Mahony y G. Ypma (eds.), op. cit; y el artículo titulado «Evolución de la productividad y política monetaria», en el presente Boletín Mensual.

estructurales llevadas a cabo aún no han permitido alcanzar una economía basada en el conocimiento⁷. Por consiguiente, habrá que esforzarse más, tal y como se recomienda en la nueva estrategia de Lisboa, por lograr la asignación de recursos más eficiente posible, al tiempo que se fomenta el crecimiento de la productividad del trabajo y el progreso tecnológico.

7 Véanse Nicoletti, G., y S. Scarpetta, «Regulation, productivity and growth: OECD evidence», *Economic Policy*, n.º 36, 2003; «Competition, productivity and prices in the euro area services sector», ECB Occasional Paper n.º 44, publicado por el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, abril 2006; Gómez-Salvador, R., A. Musso, M. Stocker y J. Turunen, «Labour productivity developments in the euro area», ECB Occasional Paper n.º 53, octubre 2006; y el recuadro titulado «Evolución de la productividad en la zona del euro y necesidad de reformas estructurales», en el Informe Anual del BCE del 2006.

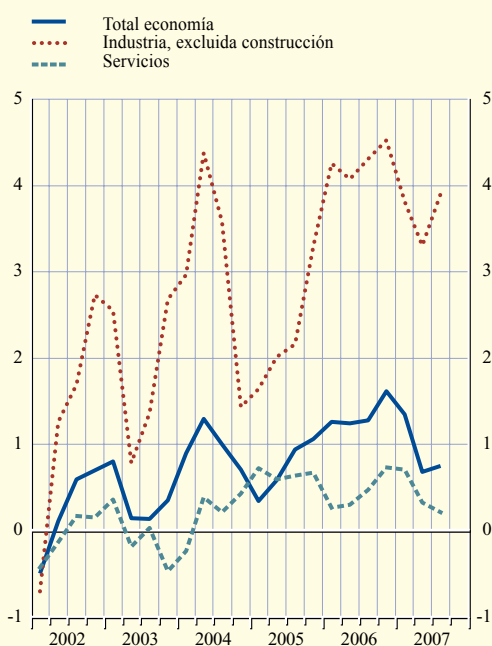
nomics, el empleo continuó creciendo en diciembre en la industria y en los servicios, y las encuestas de opinión de la Comisión Europea acerca de las expectativas de empleo arrojan unos resultados similares.

En el tercer trimestre del 2007, la productividad del trabajo registró un crecimiento interanual del 0,7%, lo mismo que en el trimestre anterior (véase gráfico 29). La importancia de la evolución de la productividad para la política monetaria se analiza en el artículo titulado «Evolución de la productividad y política monetaria», y en el recuadro 4,

titulado «Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro: resultados de la reciente publicación de la base de datos EU KLEMS», se presenta un análisis de las tendencias más importantes de la productividad del trabajo en la zona del euro a nivel agregado y sectorial.

Gráfico 29 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La información más reciente sobre la actividad económica confirma la valoración realizada en ediciones anteriores del Boletín Mensual de que es probable que el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se haya moderado ligeramente a finales de año. El crecimiento en la industria fue especialmente acusado en el tercer trimestre del 2007, pero en el cuarto se ralentizó. Los indicadores de confianza de las empresas y los hogares han registrado un descenso en los últimos meses, aunque en general permanecen en niveles que apuntan a un crecimiento sostenido, confirmando con ello el escenario principal de crecimiento del PIB real acorde, en términos generales, con su tasa potencial. En general, los

fundamentos económicos de la zona del euro siguen siendo sólidos, la rentabilidad se ha mantenido, el crecimiento del empleo ha sido dinámico y la tasa de paro ha disminuido hasta niveles no registrados en los últimos veinticinco años. Por consiguiente, el crecimiento del consumo debería seguir contribuyendo a la expansión económica, en consonancia con la evolución de la renta real disponible, y el crecimiento de la inversión debería continuar respaldando dicha expansión. Dadas las expectativas de que la economía mundial mantendrá, en general, su dinamismo y de que la ralentización del crecimiento económico de Estados Unidos se verá parcialmente compensada por la continuada fortaleza de las economías de los mercados emergentes, la demanda externa debería seguir favoreciendo las exportaciones de la zona del euro.

Con todo, la incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento económico sigue siendo elevada, y los riesgos para las perspectivas relativas a la actividad económica apuntan a la baja. Estos riesgos están relacionados fundamentalmente con la posibilidad de una incidencia más generalizada de lo previsto de la actual revisión de la valoración del riesgo en los mercados financieros sobre las condiciones de financiación y el clima económico, que podría afectar negativamente al crecimiento mundial y de la zona del euro. Otros riesgos a la baja se asocian a la posibilidad de nuevas subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas, así como con la preocupación por las presiones proteccionistas y por una posible evolución desordenada como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

5 EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y DE LA BALANZA DE PAGOS

5.1 TIPOS DE CAMBIO

El euro se apreció en términos efectivos nominales en el período de tres meses transcurrido hasta el final de diciembre del 2007, registrándose la mayor parte de la apreciación a lo largo de noviembre. Concretamente, esta apreciación reflejó un fortalecimiento de la moneda única en términos nominales bilaterales frente al dólar estadounidense y la libra esterlina.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 9 de enero de 2008, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 22 de los socios comerciales¹ más importantes de la zona del euro— se situaba un 2,4% por encima del nivel registrado a finales de septiembre y, aproximadamente, un 6% por encima del observado a comienzos del 2007 (véase gráfico 30). Tras una moderada apreciación en octubre, la moneda única experimentó un fortalecimiento más notable durante el mes de noviembre. Posiblemente ello tuvo relación con una renovada inquietud en los mercados mundiales de crédito, que podría haber llevado a los participantes en los mercados a esperar alguna divergencia en la dirección de la política monetaria entre Estados Unidos y la zona del euro. En diciembre, la apreciación fue, de nuevo, moderada, acompañada de cierta volatilidad a más corto plazo.

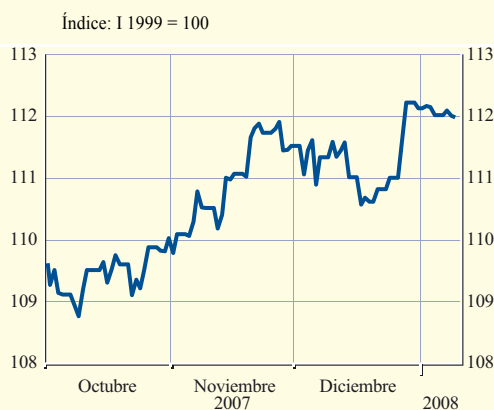
Desde una perspectiva de más largo plazo, en diciembre del 2007, el tipo de cambio efectivo real del euro, deflactado por el IPC y calculado frente a las monedas de los principales socios comerciales se situaba un 7% por encima de la media del 2006.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

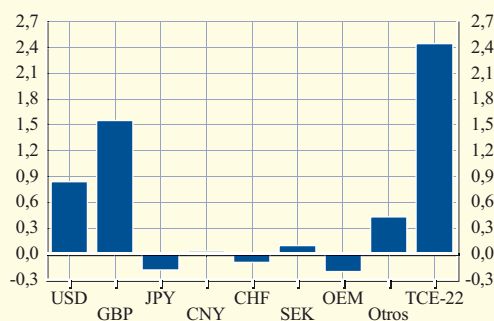
Tras un cambio de orientación de la política monetaria en Estados Unidos, el euro registró una acusada apreciación y continuó apreciándose durante la mayor parte de octubre y noviembre, como consecuencia en parte del impacto que tuvo en el mercado la publicación de una nueva serie de datos macroeconómicos desfavorables sobre la economía estadounidense y el aumento de la preocupación en relación con el crédito. Las consiguientes expectativas de los participantes en los mercados respecto a una nueva bajada de los tipos de interés oficiales

Gráfico 30 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 28 de septiembre de 2007 al 9 de enero de 2008
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los socios comerciales más importantes de la zona del euro y de todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro.

2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-22 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro (excepto la GBP y la SEK). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-22 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando las correspondientes ponderaciones por el comercio.

¹ Como resultado de la adopción del euro por parte de Malta y Chipre el 1 de enero del 2008, el tipo de cambio efectivo del euro se calcula frente a 22 de los socios comerciales importantes de la zona y no frente a 24, como se hacía anteriormente.

en Estados Unidos en el primer semestre del 2008 también podrían haber afectado negativamente al dólar. En diciembre, la moneda estadounidense se apreció inicialmente frente al euro, a pesar de una nueva reducción de 25 puntos básicos en el tipo de interés de los fondos federales. La fortaleza del dólar durante este período podría haber tenido relación con la publicación de datos macroeconómicos más favorables de lo previsto en Estados Unidos y con la existencia de un entorno menos averso al riesgo, estimulado por la decisión coordinada de los principales bancos centrales para hacer frente a los problemas de liquidez de los mercados monetarios. Sin embargo, en los últimos días del año, el euro compensó con creces las anteriores pérdidas ante la aparición de nuevas señales de debilidad en los mercados laboral y de la vivienda de Estados Unidos, así como en el sector manufacturero. El 9 de enero de 2008, el euro cotizaba a 1,47 dólares, un 3,5% por encima del nivel de finales de septiembre y un 11,5% por encima del observado a comienzos del 2007 (véase gráfico 31).

YEN JAPONÉS/EURO

En los tres últimos meses del 2007, el comportamiento del tipo de cambio entre el euro y el yen japonés reflejó, en general, la evolución de los mercados de crédito mundiales y la consiguiente volatilidad de los precios financieros y los tipos de cambio. A medida que, hacia mediados de octubre, aumentaron de nuevo los riesgos relacionados con el crédito y, posiblemente, tuvieron un efecto de moderación en la actividad de *carry trade*, el yen repuntó de forma transitoria. En noviembre se registró una apreciación más significativa frente al euro en el contexto de un aumento de la volatilidad implícita en el mercado de divisas. En diciembre, el yen perdió parte del terreno ganado en los dos meses anteriores, posiblemente como consecuencia de un entorno menos averso al riesgo y de algunas revisiones a la baja de las perspectivas económicas por los participantes en el mercado como resultado de la encuesta Tankan de diciembre.

El yen se apreció de forma acusada a principios de enero del 2008, hasta situarse en los niveles vigentes en la segunda quincena de noviembre. El 9 de enero de 2008, el euro cotizaba a 160,61 yenes, un 1,8% por debajo del nivel registrado a finales de septiembre del 2007 y un 2,3% por encima del observado a comienzos de ese año (véase gráfico 31).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Desde finales de septiembre del 2007, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas parida-

Gráfico 31 Evolución de los tipos de cambio

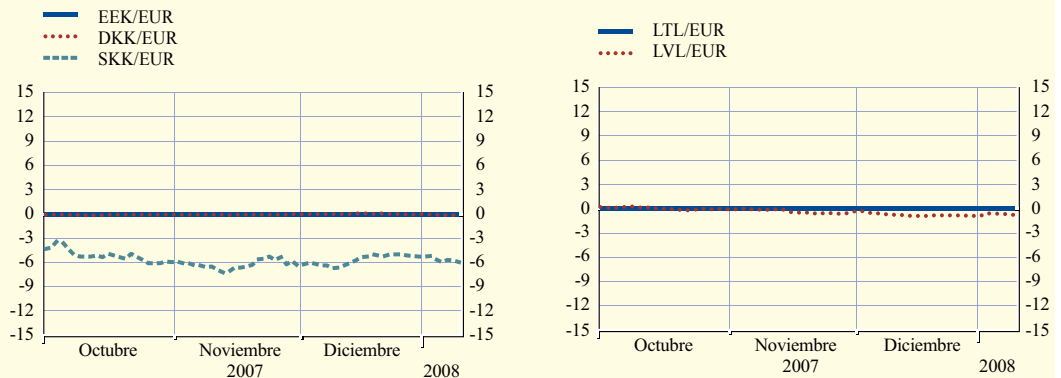
(datos diarios)



Fuente: BCE.

Gráfico 32 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

(datos diarios; desviación de la paridad central en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

des centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 32). La corona eslovaca que, tras la revaluación de marzo, había seguido cotizando en la zona fuerte de su nueva paridad central, volvió a apreciarse en octubre y en la primera quincena de noviembre pero, a partir de entonces, tendió a debilitarse. El 9 de enero de 2008, la desviación de la corona eslovaca respecto a su paridad central en el MTC II era del 6%. El lats letón se apreció alrededor de un 1% frente al euro desde finales de septiembre del 2007 y, el 9 de enero de 2008, se situaba un 0,8% por encima de la paridad central de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

El 1 de enero de 2008, Chipre y Malta adoptaron el euro. En el recuadro 5 se presentan, de forma sucinta, las principales características económicas de estos países y los desafíos, en materia de política económica, a los que tendrán que enfrentarse en los próximos años.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, entre finales de septiembre y el 9 de enero de 2008, el euro se apreció un 7,4% frente a la libra esterlina. La apreciación del euro se intensificó en noviembre y diciembre al aumentar las expectativas de los mercados de que se produjeran nuevos recortes de los tipos de interés en el Reino Unido. En el mismo período, el euro se apreció ligeramente por encima del 9% frente al leu rumano y se depreció un 5,6% frente a la corona checa y un 4,8% frente al zloty polaco.

OTRAS MONEDAS

Desde finales de septiembre del 2007 el euro se ha depreciado un 1,4% frente al franco suizo y se ha apreciado un 4,4% frente al dólar canadiense, un 3,3% frente al dólar australiano y un 2,2% frente a la corona noruega. Al mismo tiempo, el euro se apreció frente a algunas de las monedas de los principales socios comerciales asiáticos y se mantuvo, en general, estable frente al renminbi chino, cuya tasa de apreciación frente al dólar estadounidense comenzó a aumentar hacia mediados de diciembre del 2007.

Recuadro 5
LA ZONA DEL EURO TRAS LA INCORPORACIÓN DE CHIPRE Y MALTA

El 1 de enero de 2008, Chipre y Malta adoptaron el euro, lo que eleva de 13 a 15 el número de países pertenecientes a la zona del euro. El tipo de conversión irrevocable entre la libra chipriota y el euro se fijó en 0,585274 libras por euro, y entre la lira maltesa y el euro, en 0,4293 libras por euro. Estos tipos son idénticos a la paridad central establecida el 2 de mayo de 2005, cuando las monedas chipriota y maltesa se incorporaron al Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTC II).

Chipre y Malta son economías de tamaño muy reducido en comparación con la zona del euro. Por consiguiente, las estadísticas y las características macroeconómicas de la zona no varían significativamente tras la última ampliación (véase cuadro).

Principales características económicas de la zona del euro ampliada

	Período considerado	Unidad	Zona del euro (excl. Chipre y Malta)	Zona del euro (incl. Chipre y Malta)	Chipre	Malta
Población y actividad económica						
Población total ¹⁾	2006	millones	317,4	318,5	0,8	0,4
PIB	2006	mm euros	8.436	8.455	15	5
PIB per cápita	2006	miles euros	26,6	26,5	19,0	12,5
PIB per cápita (PPA)	2006	UE-13=100	100,0	99,5	85,3	68,6
PIB (porcentaje del PIB mundial) ²⁾	2006	%	14,7	14,7	0,0	0,0
Sectores de producción ³⁾						
Agricultura, pesca y silvicultura	2006	% del total	1,8	1,8	3,0	2,9
Industria (incluida construcción)	2006	% del total	26,6	26,5	19,7	23,2
Servicios (incluidos servicios no de mercado)	2006	% del total	71,6	71,6	77,3	74,0
Indicadores monetarios y financieros						
Crédito al sector privado ⁴⁾	2006	% del PIB	126,6	126,6	130,7	116,5
Capitalización bursátil	2006	% del PIB	76,0	76,0	84,2	68,0
Comercio exterior						
Exportaciones de bienes y servicios ⁵⁾	2006	% del PIB	21,6	21,6	47,2	87,6
Importaciones de bienes y servicios ⁵⁾	2006	% del PIB	20,9	20,9	51,3	91,4
Balanza por cuenta corriente	2006	% del PIB	0,2	-0,2	-5,9	-6,7
Mercado de trabajo						
Tasa de actividad ⁶⁾	2006	%	70,6	70,6	73,0	59,2
Tasa de paro	2006	%	8,2	8,2	4,6	7,3
Tasa de ocupación ⁶⁾	2006	%	64,6	64,6	69,6	54,8
Administraciones Públicas						
Superávit (+) o déficit (-)	2006	% del PIB	-1,6	-1,6	-1,2	-2,5
Ingresos	2006	% del PIB	45,6	45,6	42,6	41,6
Gastos	2006	% del PIB	47,2	47,2	43,8	44,1
Deuda bruta	2006	% del PIB	68,6	68,6	65,2	64,7

Fuentes: Eurostat, FMI, Comisión Europea, BCE y cálculos del BCE.

1) Media anual.

2) Los porcentajes del PIB se basan en la valoración de la paridad del poder adquisitivo (PPA) de los PIB nacionales.

3) Basado en el valor añadido real. Los datos de Chipre y Malta corresponden al año 2004.

4) Crédito incluye préstamos y tenencias de valores, así como tenencias de acciones y otras participaciones.

5) Datos de balanza de pagos. Los datos de la zona del euro se compilan sobre la base de las operaciones con residentes en países no pertenecientes a la zona (es decir, excluidos flujos entre países de la zona del euro).

6) En porcentaje de la población en edad de trabajar (esto es, las personas de entre 15 y 64 años).

En términos de población, la zona del euro es una de las mayores economías del mundo, con un total de 318 millones de personas en el 2006, incluida la población combinada de Chipre y Malta, que se eleva a 1,2 millones de habitantes.

El PIB de la zona del euro ascendió a 8.436 mm de euros en el 2006, mientras que el PIB de Chipre y Malta fue de 15 mm de euros y de 5 mm de euros, respectivamente. Por tanto, el PIB combinado de estos dos países representa alrededor del 0,2% del PIB de la zona del euro ampliada. En el 2006, el PIB per cápita, en términos de PPA, de Chipre y Malta se situó en el 85% y el 69% de la media de la zona del euro, respectivamente. En los últimos años, el PIB real de Chipre ha crecido a un ritmo mayor que el de la zona, mientras que el avance de Malta ha sido menor.

Las estructuras de producción de Chipre y Malta son similares, en términos generales, a las de la zona del euro, aunque existen determinadas diferencias. En ambos países, la contribución de la agricultura al valor añadido total es superior a la de la zona del euro. La proporción del sector servicios es mayor en Chipre, lo cual refleja su dependencia relativamente elevada del turismo y de los servicios financieros, mientras que la cuota de la industria es inferior. El sector financiero en Malta está menos desarrollado, por lo general, que en la zona del euro, tal como muestran la menor contribución del crédito vivo al sector privado y el menor nivel de capitalización bursátil en porcentaje del PIB. Sin embargo, en Chipre, ambos indicadores financieros son superiores a los de la zona del euro, lo cual es reflejo de la importancia del sector financiero en este país.

Tanto Chipre como Malta son economías de tamaño reducido y muy abiertas, que ya tenían intensas relaciones comerciales con la zona del euro y con la Unión Europea (UE) antes de la adopción del euro. En el 2006, los países de la zona del euro representaron el 51,5% de las importaciones de Chipre y el 29,6% de sus exportaciones, mientras que representaron el 51% de las importaciones de Malta y el 37% de sus exportaciones.

Los mercados de trabajo de Chipre y Malta son distintos del de la zona del euro. El mercado de trabajo de Chipre es relativamente flexible, con una tasa de paro reducida, una elevada tasa de actividad y una tasa de ocupación alta en comparación con la zona del euro. Sin embargo, el mercado de trabajo de Malta se caracteriza por sus bajas tasas de actividad y de ocupación. Desde el 2004, Chipre y Malta disfrutaban de plena libertad de circulación de personas dentro de la UE, lo cual ha mejorado su capacidad para absorber perturbaciones locales. De hecho, en los últimos años, ambas economías se han beneficiado de la mayor integración de trabajadores extranjeros en sus mercados de trabajo, lo cual ha contribuido a evitar desajustes en determinados segmentos de la economía.

El déficit de las Administraciones Públicas de Chipre y Malta se ha reducido en los últimos años, situándose en el 1,2% y el 2,5% del PIB en el 2006, respectivamente, en comparación con un déficit del 1,6% en la zona del euro. La ratio de deuda pública en relación con el PIB es relativamente próxima a la de la zona del euro (alrededor del 65% del PIB en ambos países).

Para Chipre y Malta, su incorporación a la zona del euro supone que los beneficios del mercado único se acentúen más gracias a la moneda única, que ofrece un marco creíble para la política monetaria y la estabilidad de precios, en un entorno caracterizado por la ausencia de incertidumbre acerca del tipo de cambio. Para beneficiarse plenamente de las ventajas del euro y permitir que los mecanismos de ajuste funcionen de manera eficiente en la zona del euro ampliada, será necesario seguir acometiendo reformas estructurales e implantar políticas adecuadas.

A corto plazo, tras la introducción del euro, la conversión de los precios a euros no debería brindar la oportunidad de aumentar los precios de manera injustificada, especialmente en una coyuntura en la que los precios de los alimentos y de la energía ya están presionando la inflación al alza en el conjunto de la zona del euro.

De cara al futuro, es importante que las economías de Chipre y Malta se mantengan en una senda de saneamiento de las finanzas públicas creíble y duradera, basada en medidas estructurales, y que mejoren sus resultados presupuestarios reduciendo sustancialmente sus ratios de deuda. Asimismo, es importante mantener una evolución moderada de los salarios, que tenga en cuenta el crecimiento de la productividad laboral, la situación del mercado de trabajo y la trayectoria en los países competidores. En Malta, la atención debe centrarse, también, en superar las restricciones estructurales al crecimiento económico y a la creación de empleo, especialmente estimulando la participación laboral. En ambos países, el fortalecimiento de la competencia en los mercados de productos y la mejora del funcionamiento del mercado de trabajo son elementos clave a este respecto. En Chipre, por ejemplo, los mecanismos de indexación de los salarios y algunas prestaciones sociales (por incremento del coste de la vida) deberían revisarse para reducir los riesgos asociados a la inercia de inflación.

Esas reformas estructurales no sólo conseguirán que las economías de Chipre y Malta sean más resistentes a las perturbaciones, sino que crearán también las condiciones idóneas para que se produzca una expansión sostenible de la economía, el crecimiento del empleo y la estabilidad de precios.

5.2 BALANZA DE PAGOS

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro, acumulada de doce meses, registró un superávit de alrededor del 0,3% del PIB en octubre del 2007, frente al déficit del 0,3% del PIB contabilizado un año antes, debido, en gran medida, a un aumento del superávit de la balanza de bienes. En la cuenta financiera, las abultadas entradas netas que registró el agregado de inversiones directas y de cartera en los doce meses transcurridos hasta octubre del 2007 fueron resultado de un incremento notablemente mayor de las entradas netas de inversiones de cartera.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En octubre del 2007, las importaciones y las exportaciones nominales de bienes y servicios crecieron un 2,8% y un 2,5%, respectivamente (en términos de medias móviles de tres meses desestacionalizadas), frente a unas tasas de crecimiento del 0,9% y del 1,3%, respectivamente, en los tres meses transcurridos hasta julio. El crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones refleja, en gran medida, la evolución de la balanza de bienes (véase cuadro 8).

La desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios hasta septiembre del 2007 indica que la aceleración de la tasa de crecimiento de las exportaciones tuvo su origen en un incremento en términos reales, como consecuencia de un aumento de la demanda externa (véase gráfico 33).

Por lo que respecta a las importaciones, la desagregación por volúmenes y precios del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro sugiere que los precios de importación continuaron aumentando en el período de tres meses transcurrido hasta septiembre, como consecuencia de los acusados incrementos de los precios del petróleo. Al mismo tiempo, las importaciones en términos reales aumentaron de nuevo, observándose un incremento de las importaciones de bienes de consumo y de equipo, incremento que parece guardar relación, sobre todo, con el repunte de la producción industrial y de la demanda interna de la zona del euro en el tercer trimestre del 2007.

Cuadro 8 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses período que finalizó en				Acumulado de 12 meses período que finalizó en	
	2007 Sep	2007 Oct	2007 Ene	2007 Abr	2007 Jul	2007 Oct	2006 Oct	2007 Oct
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	1,9	1,3	1,5	1,9	3,9	2,6	-22,8	29,5
Bienes	4,4	7,6	4,7	5,7	5,8	6,6	13,3	68,3
Exportaciones	128,0	129,3	122,2	123,3	124,9	128,9	1.360,5	1.498,0
Importaciones	123,6	121,6	117,5	117,7	119,2	122,3	1.347,2	1.429,8
Servicios	4,0	2,2	3,2	4,3	3,5	3,4	34,9	43,4
Exportaciones	39,3	39,0	36,8	38,8	38,6	39,2	423,3	460,5
Importaciones	35,3	36,8	33,6	34,6	35,1	35,8	388,4	417,1
Rentas	-0,2	1,6	-0,2	-1,2	-0,2	0,4	7,9	-3,8
Transferencias corrientes	-6,4	-10,1	-6,2	-6,8	-5,3	-7,8	-78,8	-78,4
Cuenta financiera¹⁾	-5,8	-81,9	-0,3	0,9	9,9	-8,0	139,6	7,7
Total inversiones directas y de cartera netas	22,3	-32,6	24,2	25,1	13,9	1,5	27,3	194,1
Inversiones directas netas	-22,8	21,3	-17,3	-2,7	-20,5	-2,9	-125,8	-130,6
Inversiones de cartera netas	45,2	-53,8	41,5	27,8	34,4	4,4	153,1	324,7
Acciones y participaciones	21,4	-5,9	28,6	8,2	44,2	0,6	131,1	244,8
Valores distintos de acciones	23,7	-47,9	12,9	19,6	-9,8	3,9	22,0	79,9
Bonos y obligaciones	1,8	-11,4	23,1	19,1	-9,5	0,3	87,6	99,4
Instrumentos del mercado monetario	21,9	-36,5	-10,2	0,5	-0,3	3,5	-65,6	-19,5
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios	-0,9	0,6	2,7	2,0	0,9	2,8	12,5	9,8
Exportaciones	1,3	-0,3	1,1	0,8	1,3	2,5	15,8	6,4
Bienes	-1,0	1,0	2,5	1,0	1,3	3,1	13,7	10,1
Exportaciones	1,6	-1,6	1,1	0,1	1,3	2,6	18,4	6,1
Servicios	-0,4	-0,8	3,6	5,6	-0,5	1,6	8,7	8,8
Exportaciones	0,0	4,4	1,3	3,0	1,5	2,0	7,7	7,4

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

1) Las cifras corresponden a saldos (flujos netos). Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta. Datos sin desestacionalizar.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la balanza por cuenta corriente acumulada de doce meses hasta octubre del 2007 registró un superávit de 29,5 mm de euros (alrededor del 0,3% del PIB de la zona del euro), frente al déficit de 22,8 mm de euros contabilizado un año antes (véase gráfico 34). Este cambio de signo tuvo su origen, principalmente, en la evolución del superávit de la balanza de bienes. A pesar de la subida de los precios del petróleo y del resultante aumento del déficit en la balanza petrolífera, el superávit de la balanza de bienes registró un incremento de 55 mm de euros, en cifras acumuladas de doce meses, en comparación con el año anterior. Ello se explica por la solidez de la demanda externa, que fue muy robusta en el último trimestre del 2006, experimentó una desaceleración en el primer semestre del 2007 y volvió a repuntar en el tercer trimestre de ese año, a pesar de la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro. Por el contrario, el superávit en concepto de servicios aumentó de forma moderada, mientras que la balanza de rentas registró un pequeño déficit en comparación con el superávit del año anterior. La balanza de transferencias corrientes no experimentó variación, contabilizando un déficit de 78,4 mm de euros.

CUENTA FINANCIERA

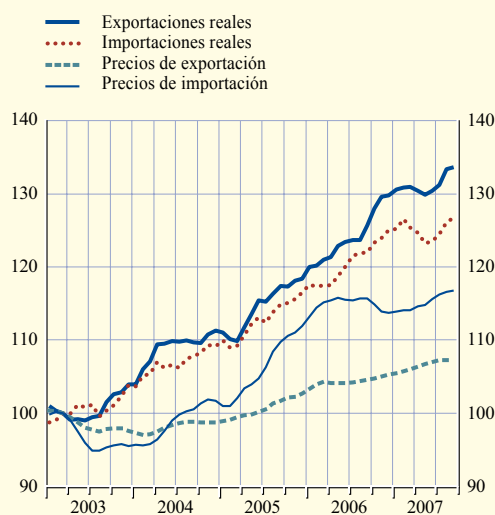
En el período de tres meses transcurrido hasta octubre del 2007, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró entradas medias mensuales de 1,5 mm de euros, frente a las entradas netas de 13,9 mm de euros contabilizadas, en promedio, en el período de tres meses transcurrido hasta julio (cuadro 8). El acusado descenso de esta cifra agregada es atribuible, en su mayoría, a las fuertes salidas netas de instrumentos de renta fija en octubre del 2007.

Si bien es probable que, en agosto y septiembre del 2007, en las inversiones de cartera transfronterizas influyeran las turbulencias que afectaron a los mercados de crédito y la consiguiente revisión de la valoración del riesgo por parte de los inversores internacionales, los datos de octubre sugieren un renovado interés por parte tanto de los inversores de la zona del euro como de los inversores extranjeros en este tipo de inversiones, interés que se manifiesta tanto en la renta fija como en los bonos a largo plazo.

Desde una perspectiva de más largo plazo, las entradas netas acumuladas de inversiones directas y de cartera ascendieron, en total, a 194,1 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta octubre del 2007, frente a las entradas netas de 27,3 mm de euros contabilizadas un año antes. El fuerte aumento de las entradas netas de capital refleja un significativo incremento de las entradas netas de inversiones de cartera (de 172 mm de euros), mientras que las salidas netas de inversiones

Gráfico 33 Desagregación del comercio de bienes por volúmenes y precios

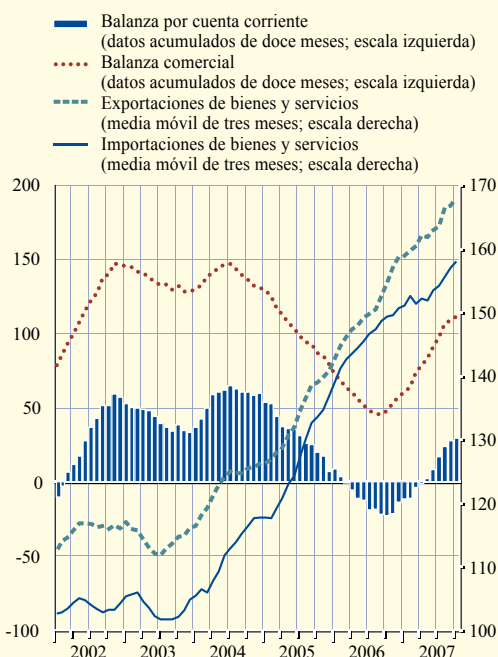
(Índice I 2003 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
1) Las observaciones más recientes corresponden a septiembre del 2007.

Gráfico 34 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

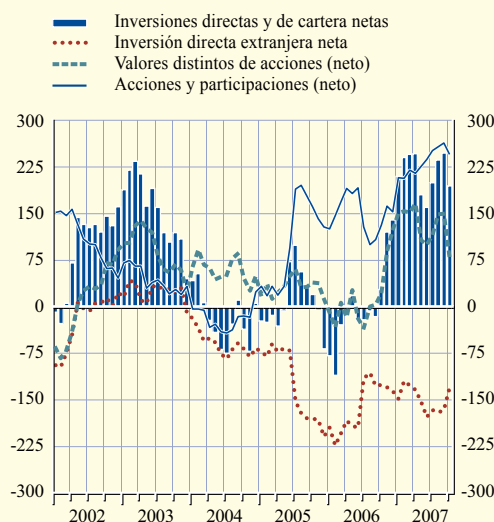
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 35 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales; flujos acumulados de doce meses)



Fuente: BCE.

directas oscilaron en torno a unos 150 mm de euros durante todo el año (véase gráfico 35). El aumento de las entradas netas de instrumentos de renta fija tuvo su origen, principalmente, en el incremento de las compras netas de bonos y obligaciones de la zona del euro por parte de no residentes. Por el contrario, el aumento de las entradas netas acumuladas de valores de renta variable podría atribuirse, fundamentalmente, al descenso de las compras netas de valores extranjeros de este tipo por parte de residentes en la zona del euro.

En el recuadro 6, titulado «Evolución reciente de la posición de inversión internacional de la zona del euro» se presentan los principales componentes de dicha posición, así como las contribuciones a las variaciones experimentadas hasta el final del 2006.

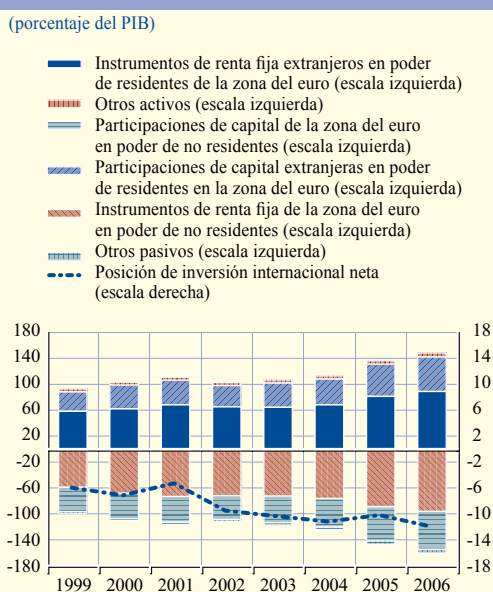
Recuadro 6

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LA ZONA DEL EURO

A finales del 2006, la posición de inversión internacional de la zona del euro registraba pasivos netos equivalentes al 12,1% del PIB, frente a un 6,1% del PIB a finales de 1999 (véase gráfico A). El incremento de la posición deudora neta desde 1999 se debe, principalmente, a efectos de revalorización relacionados con fluctuaciones de los tipos de cambio, aunque, últimamente, también han influido las transacciones financieras.

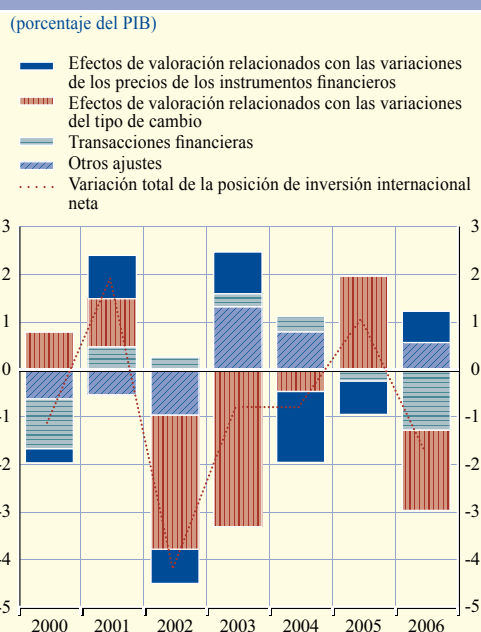
En porcentaje del PIB, la posición deudora bruta de la zona del euro aumentó 61 puntos porcentuales entre los años 1999 y 2006, hasta situarse en el 161% del PIB a finales del 2006. Al mismo tiempo, los activos exteriores brutos de la zona se incrementaron en 55 puntos porcentuales, hasta el 148% del PIB, a finales del 2006. Para entender estos incrementos, en el gráfico A se han separado los activos y los pasivos tanto de las inversiones directas como de las inversiones de cartera, así como las otras categorías de la posición de inversión internacional en instrumentos de renta fija y en participaciones del capital. Los instrumentos de renta fija (valores distintos de acciones, depósitos y préstamos) representan casi las dos terceras partes del total de activos y pasivos exteriores brutos a finales del 2006, mientras que las participaciones de capital representan algo más de un tercio. En los últimos años, la posición deudora neta ha aumentado tanto para las participaciones de capital como para los instrumentos de renta fija.

Gráfico A Detalle de la posición de inversión internacional de la zona del euro por instrumentos (porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.
Nota: Participaciones de capital incluye las categorías «Inversiones directas, Acciones y participaciones de capital y Beneficios reinvertidos» y «Inversiones de cartera, Acciones y participaciones». Instrumentos de renta fija se compone de «Inversiones directas, Otra inversión», «Inversiones de cartera, Bonos y obligaciones», «Otras inversiones» (excluidos créditos comerciales) y «Activos de reserva oficiales».

Gráfico B Detalle de las variaciones anuales de la posición de inversión internacional neta (porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

El incremento, en cifras brutas, de los activos y pasivos exteriores de la zona del euro a partir de 1999 tiene su origen, principalmente, en las transacciones financieras. No obstante, dichas transacciones han sido similares en su magnitud para los activos y los pasivos en los últimos años y, por lo tanto, sólo han tenido un impacto limitado en la posición de inversión internacional neta, salvo en los años 2000 y 2006 (véase gráfico B)¹. En el 2006, las compras netas particularmente grandes de bonos y obligaciones de la zona del euro realizadas por no residentes contribuyeron al aumento de la posición deudora neta de la zona del euro².

No obstante, el aumento de la posición deudora neta de la zona del euro entre 1999 y el 2006 puede atribuirse, en su mayor parte, a la apreciación del euro en los últimos años. Los efectos de revalorización debidos a variaciones del tipo de cambio tienen un impacto mucho más pronunciado en los activos exteriores de la zona del euro que en sus pasivos exteriores, ya que los primeros están denominados, principalmente, en moneda extranjera, mientras que los segundos lo están en euros. Las revalorizaciones resultantes de las variaciones de los precios de los instrumentos financieros han afectado en gran medida a las posiciones brutas deudora y acreedora en participaciones de capital, ya que la evolución de los mercados bursátiles de la zona del euro fue bastante similar a la de sus homólogos extranjeros entre 1999 y el 2006. Sin embargo, en conjunto, dicha evolución también ha incrementado ligeramente la posición deudora neta de la zona del euro.

- 1 Obsérvese que la partida «otros ajustes» puede incluir cancelaciones de deuda, reclasificaciones institucionales y de instrumentos, variaciones en la cobertura de las encuestas y ajustes residuales derivados de la conciliación de datos sobre flujos y *stocks*.
- 2 Para obtener más información sobre la metodología utilizada para estimar la posición de inversión internacional, véase el recuadro titulado «Explicación de los cambios recientes en la posición de inversión internacional neta de la zona del euro» en el Boletín Mensual de enero del 2007.

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD Y POLÍTICA MONETARIA



Desde el año 1995, la tasa media de crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro se ha mantenido en torno al 1,3% por año, muy por debajo de la registrada en Estados Unidos en ese período y en la zona del euro en los años ochenta y principios de los noventa. Hasta ahora no se han observado señales claras de inversión de esta tendencia a la baja, aunque se dispone de cierta evidencia que corrobora la opinión de que la desaceleración puede haberse interrumpido recientemente. En un entorno de incertidumbre, los responsables de la política monetaria deben analizar toda la información disponible para realizar la mejor valoración posible de la evolución futura de la productividad y de las consiguientes perspectivas de inflación. Al mismo tiempo, las tendencias de la productividad en el futuro siempre estarán rodeadas de incertidumbre, y es probable que las estimaciones al respecto se revisen cuando se obtenga nueva información. Una valoración positiva de sus consecuencias inflacionistas en un momento determinado no debe descuidar la vigilancia de la política monetaria en lo que respecta a los riesgos para la estabilidad de precios. Además, es particularmente importante que otros ámbitos de la política económica asuman el papel que les corresponde para corregir las causas que han motivado la ralentización de la productividad europea mediante la aplicación firme y dentro de los plazos previstos de la Agenda de Lisboa.

I INTRODUCCIÓN

La prolongada ralentización del crecimiento de la productividad en los últimos años es uno de los aspectos más reseñables de la evolución de la zona del euro. Durante el período en el que Estados Unidos experimentó una recuperación de la productividad, vinculada, al parecer, al desarrollo de nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC), el crecimiento de la productividad de la zona del euro cayó hasta los niveles más bajos registrados desde la Segunda Guerra Mundial. Los datos más recientes sugieren que esta tendencia a la baja puede haberse interrumpido en los últimos años, pero hasta ahora no hay señales concluyentes de que se haya invertido.

El carácter persistente de la desaceleración de la productividad es motivo de preocupación. En las economías desarrolladas, en las que el proceso de acumulación de capital ha llegado a una fase de madurez, el crecimiento de la productividad del trabajo es el principal motor del crecimiento económico per cápita en el largo plazo. Al mismo tiempo, las variaciones de la tasa de crecimiento de la productividad configuran el entorno en el que opera la política monetaria.

En este artículo se analiza la evolución pasada y actual del crecimiento de la productividad en la zona del euro y se abordan sus consecuencias para la política monetaria. La dificultad que supone estimar las tendencias de crecimiento de la productividad en el futuro hace más compleja la tarea de mantener la estabilidad de precios para un banco central. En un

entorno de elevada incertidumbre, los responsables de la política monetaria deben analizar toda la información disponible para realizar la mejor valoración posible de la evolución futura de la productividad y de las consiguientes perspectivas de inflación.

Un banco central debe reconocer asimismo que las estimaciones de las tendencias de crecimiento de la productividad siempre estarán rodeadas de incertidumbre. Vistas en retrospectiva, las percepciones de riesgos inminentes al alza para la estabilidad de precios pueden resultar equivocadas y, a la inversa, una valoración positiva de las consecuencias inflacionistas de la evolución de la productividad puede resultar excesivamente optimista a posteriori, cuando se dispone de más información. La política monetaria debe mantener siempre una actitud vigilante ante los riesgos para la estabilidad de precios.

Aunque este artículo se centra principalmente en las consecuencias de la evolución de la productividad para la política monetaria, se ha de observar que la mejor contribución que esta última puede hacer al crecimiento económico es asegurar el mantenimiento de la estabilidad de precios en la economía en el medio plazo¹. La experiencia adquirida en los últimos veinte años demuestra que una inflación baja y

1 Por ejemplo, en Barro, R. (1997), «Determinants of economic growth: a cross-country empirical study», Lionel Robbins Lecture, Cambridge, Mass.: MIT Press, y Fischer, S. (1993), «The role of macroeconomic factors in growth», *Journal of Monetary Economics* 32, pp. 485-512, se proporciona evidencia de un efecto adverso de la inflación sobre el crecimiento del producto.

estable va acompañada de una volatilidad reducida del producto. A su vez, una situación y unas perspectivas de estabilidad macroeconómica tienden a impulsar el crecimiento. Es necesario que otros ámbitos de la política económica asuman el papel que les corresponde para corregir las causas de la débil tasa de crecimiento de la productividad europea mediante la aplicación firme y dentro de los plazos previstos de la Agenda de Lisboa.

2 CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD: TENDENCIAS OBSERVADAS EN EL PASADO

Se pueden identificar tres fases generales al comparar el crecimiento de la productividad del trabajo, medida por el PIB real por hora trabajada, en Europa Occidental y en Estados Unidos en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial. La primera fase (correspondiente al período comprendido entre la década de los cincuenta y 1973), la «edad de oro de la productividad», se caracterizó por unas elevadas tasas de crecimiento del producto por hora trabajada en ambas áreas económicas. El crecimiento de la productividad fue

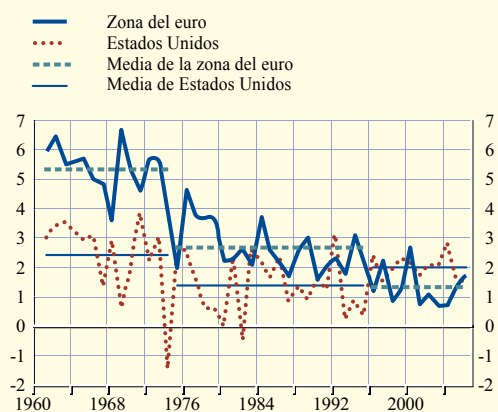
especialmente acusado en la zona del euro, y entre 1960 y 1973 se mantuvo casi 3 puntos porcentuales por encima de la de Estados Unidos (véase gráfico 1). Para Europa, este fue un período de recuperación del crecimiento: La intensificación del capital permitió que las economías europeas redujeran la brecha de productividad que les separaba de Estados Unidos desde el final de la Guerra².

A principios de los años setenta, el crecimiento de la productividad se desaceleró considerablemente a ambos lados del Atlántico. No obstante, en promedio, Europa continuó superando a Estados Unidos, y la brecha de productividad entre Europa y Estados Unidos casi se cerró en la primera mitad de la década de los noventa.

A partir de mediados de los años noventa se registró una nueva desaceleración de la productividad en la zona del euro. El crecimiento del producto prácticamente no se modificó, pero la tasa de crecimiento del total de horas trabajadas se incrementó con respecto a los períodos anteriores. En consecuencia, la productividad del trabajo retrocedió hasta situarse en una tasa media de aproximadamente el 1,3%, 1,4 puntos porcentuales menos que en el período 1974-1994. Esta evolución no coincide con la de Estados Unidos, donde, en ese período, la tasa media de crecimiento de la productividad aumentó hasta el 1,9%, desde una media del 1,4% en los veinte años precedentes. La diferente dinámica de la productividad quedó reflejada en la disparidad de las tasas de crecimiento del PIB. Entre 1995 y el 2006, el producto creció a una tasa media del 3,1% en Estados Unidos, en comparación con el 2,1% de la zona del euro.

Gráfico 1 Crecimiento de la productividad en la zona del euro y en Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



Fuente: Base de datos AMECO de la Comisión Europea. Los datos de Alemania anteriores a 1991 sólo se refieren a Alemania Occidental. Las medias se han calculado para los períodos 1960-1974, 1974-1994 y 1995-2006.

2 Para más información sobre la evolución de la productividad en la zona del euro y en Estados Unidos, véase el recuadro 4 de la presente edición del Boletín Mensual del BCE. Más información relevante sobre este tema puede encontrarse en el artículo del Boletín Mensual titulado «Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro: tendencias agregadas y comportamientos sectoriales», de julio del 2004, y en los recuadros de la citada publicación titulados «Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro», de marzo del 2005, «Evolución de la calidad del trabajo en la zona del euro y sus efectos en el crecimiento de la productividad», de octubre del 2005, y «La evolución de la productividad del trabajo y de los precios en el sector servicios de la zona del euro: el papel de la competencia», de abril del 2006.

Algunas de las diferencias entre la zona del euro y Estados Unidos se observan en los sectores productores de TIC³, pero no son suficientes para explicar la considerable discrepancia entre el crecimiento total de la productividad del trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos. La mayor parte de la brecha en el crecimiento de la productividad agregada entre ambas áreas económicas se concentra en sectores más tradicionales, usuarios de TIC que, como en el caso de las empresas europeas, no parecen haber aprovechado plenamente las ventajas de las nuevas tecnologías. En comparación con los quince años precedentes, en el período comprendido entre 1995 y el 2005, el crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro cayó en la mayor parte de los sectores no relacionados con las TIC, y especialmente en los servicios de mercado, incluida la distribución y los servicios financieros y empresariales mientras que, al mismo tiempo, se aceleró significativamente en Estados Unidos⁴. La lenta explotación de las nuevas tecnologías por parte de los sectores europeos usuarios de TIC también se ve confirmada en los ejercicios de contabilidad del crecimiento, que descomponen la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo en tres componentes principales: la intensificación del capital, las mejoras en la calidad del trabajo y la tasa de crecimiento de la productividad total de los factores (PTF), que es una medida más específica del progreso tecnológico no incorporado asociado al uso de todos los *inputs* que intervienen en el proceso de producción. Estos ejercicios demuestran que el determinante más destacado de la ralentización de la productividad del trabajo en los sectores usuarios de TIC es la reducción neta de la tasa de crecimiento de la PTF.

El débil crecimiento de la PTF apunta a la presencia de factores que impiden o ralentizan el proceso de aprovechamiento de todas las ventajas de las nuevas tecnologías en las empresas de la zona del euro que van a la zaga. Por tanto, es probable que las rigideces estructurales que caracterizan a la economía de la zona del euro —un mercado laboral menos flexible, menos competencia en los mercados de productos y mayores obstáculos a la entrada de nuevas empresas, así como un mercado de capitales menos desarrollado— sean responsables de la decepcionante evolución de la productividad. Por el contrario, la mayor flexibilidad estructural de la economía de Estados Unidos habría demostrado adaptarse mejor a los re-

tos y las oportunidades de la innovación tecnológica. Las razones son intuitivamente claras: un grado mayor de competencia crea incentivos y oportunidades para invertir e innovar; unos mercados de trabajo flexibles facilitan la reasignación de recursos; unos mercados de capitales desarrollados, incluido un sector de capital riesgo maduro, son fundamentales para la financiación de nuevas empresas innovadoras.

La importancia de las rigideces estructurales se ha confirmado en algunos estudios que miden las diferencias en las restricciones regulatorias en los sectores no manufactureros de países de la OCDE⁵. Estos estudios determinan que los entornos muy regulados tienden a asociarse a un menor crecimiento de la inversión y de la productividad. Esta evidencia es acorde, en líneas generales, con la hipótesis de que, indirectamente, las TIC son el factor que más influye sobre el crecimiento de la productividad, concretamente porque propician innovaciones en los procesos y procedimientos de gestión y en las estructuras organizativas, y porque facilitan otras innovaciones. Por ejemplo, los ordenadores e Internet reducen los costes de comunicación y permiten una mayor flexibilidad y descentralización de las estructuras organizativas. Las ventajas de la aceleración de la productividad sólo pueden aprovecharse plenamente si no existen obstáculos a cambios en la organización⁶.

3 Véase, por ejemplo, Oliner, S.D., y D.E. Sichel (2000), «The resurgence of growth in the late 1990s: is information technology the story?», *Journal of Economic Perspectives* 14, pp. 3-22. Naturalmente, existen diversas opiniones sobre el papel del sector productor de TI en la recuperación de la productividad en Estados Unidos. Véase, por ejemplo, Gordon, R.J. (2000), «Does the new economy measure up to the great inventions of the past?», *Journal of Economic Perspectives* 14, pp. 49-74; Stiroh, K. (2002), «Information technology and the U.S. productivity revival: what do the industry data say?», *American Economic Review* 92, pp. 1559-1576.

4 Fuente: Base de datos EUKLEMS.

5 Por ejemplo, Alesina, A., S. Ardagna, G. Nicoletti y F. Schiantarelli (2005), «Regulation and investment», *Journal of the European Economic Association* 3, pp. 791-825, consideran que las reformas regulatorias han causado un notable impacto positivo sobre la acumulación de capital en los sectores de transportes, comunicaciones y agua, gas y electricidad, especialmente en el largo plazo. Nicoletti G., y S. Scarpetta (2003), «Regulation, productivity and growth», *Economic Policy* 18, pp. 9-72, consideran que las medidas relacionadas con la normativa que restringe la competencia en los mercados de productos reducen de forma significativa el crecimiento de la PTF a escala de la industria.

6 Véase, por ejemplo, van Ark, Bart y Inklaar, Robert, 2006, «Catching up or getting stuck? Europe's troubles to exploit ICT's productivity potential», GGDC Research Memorandum GD-79, Groningen Growth and Development Centre, University of Groningen.

Cuadro I Crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	2002	2003	2004	2005	2006	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III
Total de la economía	0,2	0,4	1,0	0,7	1,4	1,3	1,7	1,3	0,7	0,7
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	1,8	-3,6	11,9	-4,8	-0,3	-0,6	2,8	2,3	3,2	
Industria	0,9	1,3	2,1	1,2	3,5	3,5	3,5	2,8	1,6	
Excluida la construcción	1,3	1,9	3,1	2,2	4,3	4,4	4,7	3,8	3,3	
Construcción	0,0	-0,2	-0,6	-1,0	1,8	1,7	1,0	1,5	-2,3	
Servicios	-0,1	-0,1	0,2	0,7	0,5	0,5	0,7	0,7	0,3	
Comercio y transporte	0,2	-0,2	0,9	1,0	1,5	1,5	2,2	1,7	1,1	
Finanzas y empresas	-0,5	0,6	-0,7	0,3	-0,5	-0,8	-0,5	-0,4	-1,2	
Administración Pública	-0,2	-0,7	0,1	0,0	-0,4	-0,2	-0,4	0,0	0,0	

Fuente: Eurostat.

Los estudios han establecido una estrecha correlación negativa entre la regulación que restringe la competencia y la innovación⁷, y su efecto se plasma, en gran medida, en mayores obstáculos a la entrada, que reducen la competencia y el incentivo de empresas ya establecidas para innovar⁸. Las consecuencias negativas para el crecimiento de la productividad son menores en un entorno en el que ninguna empresa innova, pero su impacto es bastante significativo cuando el progreso tecnológico impulsa la productividad. Por tanto, la reciente disminución del crecimiento de la productividad en la zona del euro puede ser un resultado peculiar de la coexistencia de regulación e innovación tecnológica. Aunque es probable que la regulación se haya tornado menos restrictiva en los últimos años, se ha tornado más costosa para las empresas en una época de rápido progreso tecnológico favorecido por las TIC.

A pesar de los numerosos estudios publicados en los últimos años, todavía no se conocen totalmente las causas de la ralentización de la productividad en la zona del euro, lo que aumenta la dificultad de estimar tendencias futuras a partir de la evolución actual.

3 CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD: EVOLUCIÓN RECIENTE

La principal dificultad al tratar de estimar las tendencias subyacentes al crecimiento de la producti-

vidad es que éstas se manifiestan en un entorno de volatilidad extremadamente elevada en términos trimestrales. La evolución observada en el 2007 es ilustrativa a este respecto.

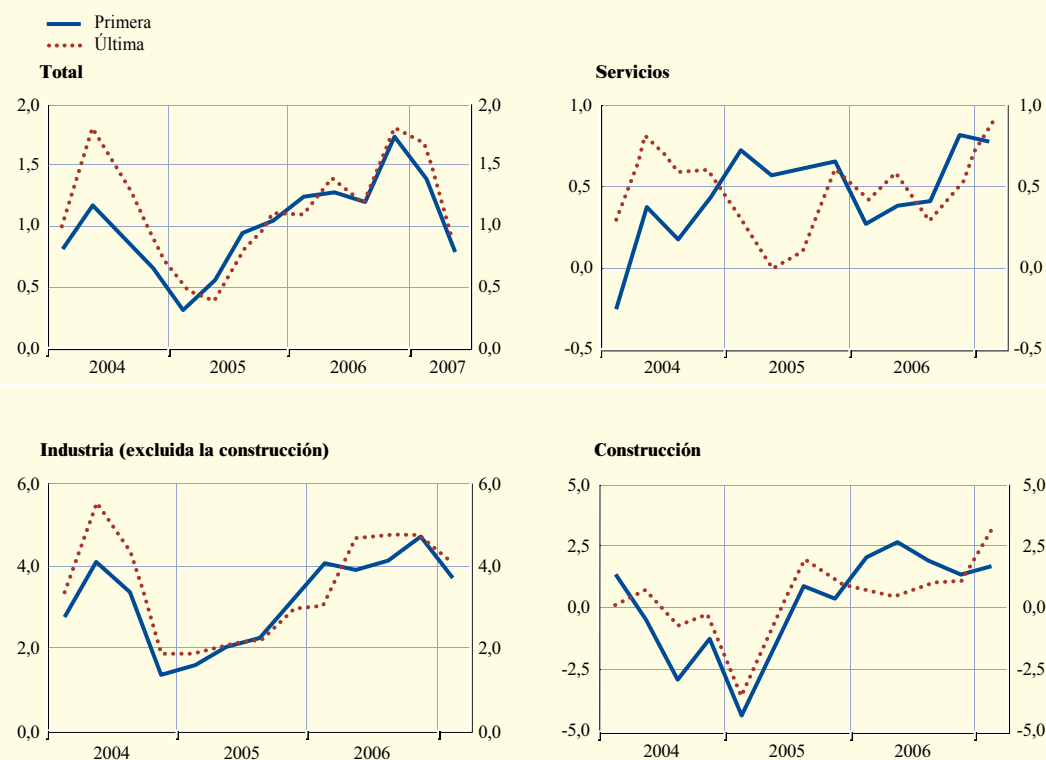
Los datos publicados por Eurostat en la primavera del 2007 mostraban una clara aceleración del crecimiento de la productividad del trabajo (por persona) en el 2006, hasta el 1,4%, en comparación con el 0,7% del 2005. En términos interanuales, el crecimiento de la productividad del trabajo alcanzó un máximo del 1,7% en el cuarto trimestre del 2006. A escala de sectores, la positiva evolución de la productividad del trabajo estuvo principalmente determinada por la trayectoria de la industria (excluida la construcción). Sin embargo, el crecimiento de la productividad del trabajo en los servicios también mostró señales de mejora, registrando un incremento interanual del 0,8% en el cuarto trimestre del 2006. Esta evolución positiva podría interpretarse como una señal de unas perspectivas más favorables para el futuro, posiblemente como conse-

7 Nicoletti, G., y S. Scarpetta (2005), «Regulation and economic performance: product market reforms and productivity in the OECD», OECD Economics Department Working Paper No. 460. Al mismo tiempo, se dispone de evidencia de que un aumento de las presiones competitivas conducen a una organización más innovadora y eficiente del trabajo. Véase Bloom, N., R. Sadun y J. Van Reenen (2007), «Americans do I.T. better: U.S. multinationals and the productivity miracle», NBER Working Paper No. 13085.

8 Véase, por ejemplo, Aghion, P., N. Bloom, R. Blundell, R. Griffith y P. Howitt (2005), «Competition and innovation: an inverted U relationship», Quarterly Journal of Economics 120, pp. 701-28. En este artículo también se muestra que la relación entre la competencia y la regulación puede ser distinta si hay diversos niveles de competencia.

Gráfico 2 Primera y última estimación del crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro (cuentas nacionales)

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Notas: La última estimación se refiere a la segunda publicación de cuentas nacionales de la zona del euro por Eurostat el 11 de octubre de 2007.

cuencia de la puesta en práctica con éxito de determinadas reformas de mercado. Sin embargo, los datos de contabilidad nacional más recientes, publicados por Eurostat en el otoño del 2007, apuntan a una valoración más escéptica: el crecimiento de la productividad del trabajo descendió en el segundo trimestre del 2007, y actualmente se sitúa bastante por debajo del máximo registrado a finales del 2006 (véase cuadro 1).

La dificultad que entraña la tarea de distinguir los movimientos cíclicos de los estructurales en las series temporales macroeconómicas se ve acrecentada por la considerable incertidumbre que rodea a los datos. Por ejemplo, en el gráfico 2 se muestra la diferencia entre la primera estimación del crecimiento de la productividad del trabajo publicada por Eurostat para un trimestre

determinado y las últimas estimaciones, publicadas el 11 de octubre de 2007, para el trimestre actual y el anterior. Las primeras estimaciones publicadas en el 2005 infravaloraban claramente el crecimiento de la productividad del trabajo en los servicios.

Una última dificultad que se debe afrontar al estimar las tendencias en lo que respecta a los avances tecnológicos es que éstos no se producen de manera aislada, sino que suelen ocurrir al mismo tiempo que otros acontecimientos imprevisibles, como perturbaciones asociadas a los precios del petróleo o al tipo de cambio. En el recuadro se presentan estimaciones acerca de cómo la evolución de la productividad del trabajo observada en la zona del euro en un modelo general de equilibrio puede deberse a diversas perturbaciones.

ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA PRODUCTIVIDAD A TRAVÉS DE UN MODELO DE EQUILIBRIO GENERAL

En el análisis que figura a continuación, la evolución de la productividad del trabajo en el período comprendido entre el 2001 y el 2007 se interpreta a través del nuevo modelo para el conjunto de la zona del euro (NAWM, en sus siglas en inglés)¹. El NAWM se basa en los progresos recientes en el desarrollo de modelos de equilibrio general dinámico y estocástico con fundamentos microeconómicos, adecuados para la realización de un análisis cuantitativo de la política monetaria. Partiendo de un comportamiento optimizador y de unas expectativas de futuro por parte de los hogares y las empresas, los factores relacionados con la oferta tienden a ejercer una considerable influencia incluso en el corto plazo, a pesar de la existencia de rigideces nominales y reales.

Concretamente, el modelo se utiliza para descomponer variaciones anteriores en el crecimiento de la productividad en torno a su tasa potencial en contribuciones de factores susceptibles de interpretación económica o «perturbaciones estructurales». Estas perturbaciones estructurales se identifican estimando el NAWM con un conjunto relativamente amplio de datos de la zona del euro. Para facilitar la interpretación de la descomposición histórica, estas perturbaciones (17 en total), se clasifican en cuatro grupos diferentes: (i) perturbaciones tecnológicas (que determinan la evolución por el lado de la oferta); (ii) perturbaciones de demanda (que afectan al gasto público y privado); (iii) perturbaciones de márgenes (que influyen en las decisiones sobre la fijación de los salarios y de los precios por parte de los hogares y las empresas, respectivamente); y (iv) perturbaciones externas (que recogen diversas influencias que tienen su origen en el sector exterior del modelo).

Una característica importante del análisis es que un modelo estructural como el NAWM permite ir más allá de los ejercicios de contabilidad del crecimiento. En la contabilidad tradicional del crecimiento, la evolución de la productividad del trabajo se descompone en contribuciones de la productividad total de los factores (PTF) y de la intensificación del capital. No obstante, la descomposición se basa en una serie de supuestos simplificadores, incluido que los mercados son perfectamente competitivos y que los precios de los factores de producción —capital y trabajo— tienden a mantenerse próximos a sus niveles de equilibrio a largo plazo. En la práctica, las desviaciones con respecto a la competencia perfecta son habituales y el coste de uso del capital (esto es, la tasa de rentabilidad del capital) y los salarios reales pueden variar considerablemente en el tiempo en respuesta a diversas perturbaciones que afectan a la economía. Aunque el marco tradicional de la contabilidad del crecimiento puede ajustarse para dar cabida a estos aspectos, el NAWM recoge estos efectos de forma natural en un contexto de equilibrio general, dejando margen para fluctuaciones endógenas de la ratio capital-trabajo (esto es, de la intensificación del capital).

Otro aspecto novedoso de la utilización del NAWM para analizar la productividad es que distingue tres tipos de perturbaciones tecnológicas: perturbaciones transitorias que afectan a la PTF y que modifican temporalmente la capacidad de producción de las empresas para unos *inputs* temporalmente dados; perturbaciones permanentes, que causan un impacto duradero sobre la eficiencia del factor trabajo en la producción de bienes y servicios, y perturbaciones tecnológicas específicas de la inversión, que tienen una incidencia directa aunque transitoria sobre la eficiencia de bienes de capital de reciente instalación. Una perturbación con efectos permanentes sobre la productividad se traduce en un incre-

¹ Para más información sobre el modelo, véase Christoffel, Kai, Günter Coenen y Anders Warne (2007), «Conditional versus Unconditional Forecasting with the New Area-Wide Model of the Euro Area», disponible en: www.nber.org/~confer/2007/si2007/efsfprg.html.

mento prolongado de los salarios y da lugar a un aumento permanente de la renta y, por lo tanto, del producto. En cambio, una mejora transitoria de la productividad afectará con menos intensidad a la demanda, e influirá principalmente sobre los costes de producción. Las perturbaciones específicas de la inversión son un factor clave para explicar la intensificación del capital.

El panel superior del gráfico muestra la descomposición del crecimiento interanual de la productividad del trabajo (medida en términos del PIB real por persona ocupada) en el período comprendido entre el 2001 y el 2007 en las contribuciones de las perturbaciones estructurales estimadas. El crecimiento de la productividad del trabajo se mide como una desviación con respecto a una tasa de crecimiento en estado estacionario del 1,2% por año que se ha estimado para que se ajuste a la tasa media de crecimiento de la productividad durante el período que abarca la muestra de estimación del modelo, de 1985 al 2005. Se ha de mencionar que la descomposición no tiene por objeto explicar la tasa tendencial de crecimiento de la productividad. Puede utilizarse para explicar los factores determinantes del crecimiento de la productividad del trabajo en torno a su valor tendencial. El panel inferior del gráfico proporciona un análisis más detallado de la contribución del grupo de perturbaciones tecnológicas, que comprende tres clases distintas de perturbaciones, como se ha indicado anteriormente.

La primera observación es que, según el NAWM, en los últimos años, la contribución de los factores identificados como perturbaciones tecnológicas a la evolución de la productividad en la zona del euro ha sido inferior a lo que se habría previsto a partir de tendencias históricas, con la excepción del período 2003-2005. Esto se desprende del hecho de que las barras que indican el impacto de la tecnología se sitúan en su mayor parte en el lado negativo del panel superior del gráfico. Esta valoración es acorde con la observación de que durante la mayor parte del tiempo del período 2001-2007, el crecimiento del producto ha estado por debajo de la tasa tendencial de crecimiento a largo plazo, según la estimación del NAWM.

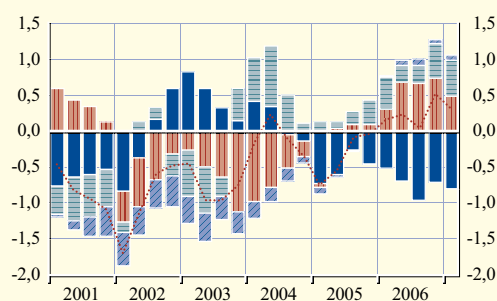
Las perturbaciones de demanda y las perturbaciones externas también han influido considerablemente en la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo observada. La contribución de las perturbaciones de demanda fue negativa durante el período de ralentización, entre el 2002 y el 2005. Como

Descomposición del crecimiento de la productividad del trabajo (como desviación con respecto al estado estacionario)

(tasas de variación interanual)

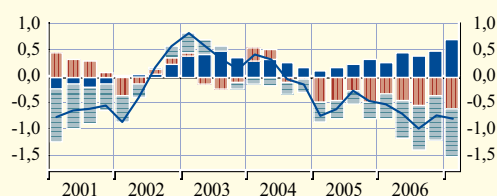
Crecimiento de la productividad del trabajo como desviación de la tasa de crecimiento en estado estacionario

- Tecnología
- Demanda
- Entorno exterior
- Márgenes
- Crecimiento de la productividad



Descomposición del grupo de perturbaciones tecnológicas para determinar el crecimiento de la productividad del trabajo

- Perturbación tecnológica específica de la inversión
- Perturbación tecnológica permanente
- Perturbación tecnológica transitoria
- Grupo de perturbaciones tecnológicas



Nota: En la simulación del NAWM, el panel superior del gráfico muestra la descomposición histórica del crecimiento interanual de la productividad del trabajo en el período comprendido entre el primer trimestre del 2001 y el primer trimestre del 2007. Las tasas de crecimiento de la productividad del trabajo se presentan como una desviación con respecto a una tasa de crecimiento en estado estacionario estimada en un 1,2% por año. El crecimiento observado de la productividad del trabajo se descompone en las contribuciones de cuatro grupos diferentes de perturbaciones. En el panel inferior se muestra la descomposición del grupo de perturbaciones tecnológicas.

consecuencia de la recuperación cíclica de la productividad del trabajo a partir del 2005, la contribución de las perturbaciones de demanda ha vuelto a recobrar importancia y en el 2006 se incrementó hasta aproximadamente el 0,5%. Entre el 2001 y el 2004, la evolución exterior causó un considerable efecto negativo sobre la productividad en la zona del euro, muy probablemente provocado por la desaceleración de la actividad económica en Estados Unidos y sus efectos negativos de contagio a escala internacional, mientras que, desde el año 2004, las perturbaciones exteriores han representado una contribución positiva.

La descomposición de la contribución total de las perturbaciones tecnológicas en las contribuciones de los tres tipos de perturbaciones de este tipo se muestra en el panel inferior del gráfico y sugiere que, a partir del 2005, la intensificación del capital (como consecuencia de la intensa actividad inversora causada por perturbaciones tecnológicas positivas específicas de la inversión) ha estado compensando gradualmente los efectos adversos de perturbaciones tecnológicas transitorias y permanentes sobre el crecimiento de la productividad del trabajo. Las contribuciones positivas de las perturbaciones tecnológicas permanentes se limitan al año 2001 y al primer semestre del 2004, mientras que las perturbaciones tecnológicas de carácter transitorio contribuyeron favorablemente sólo entre mediados del 2002 y mediados del 2003.

En resumen, el modelo sugiere que se dispone de escasa evidencia de que se hayan logrado mejoras sostenidas del crecimiento de la productividad del trabajo más allá del componente en estado estacionario supuesto en el NAWM. Si la evolución reciente de la productividad del trabajo se valora a través del modelo, ésta parece estar impulsada, en su mayor parte, por factores de demanda. En particular, el reciente repunte del crecimiento de la productividad del trabajo es atribuible a la vigorosa demanda interna y a una evolución exterior favorable. Las contribuciones positivas de los avances tecnológicos se limitan a las perturbaciones tecnológicas específicas de la inversión. No obstante, en general, la contribución de los avances tecnológicos ha sido inferior a la prevista a partir de tendencias históricas.

Considerando las dificultades anteriormente mencionadas, la valoración en tiempo real del nivel de cambios permanentes en la productividad debe basarse en un amplio conjunto de indicadores, en lugar de centrarse en una o en unas pocas estadísticas resumidas. Además de estimaciones de tendencias calculadas a partir de datos de productividad del trabajo, por ejemplo, también es importante analizar las causas determinantes del crecimiento de la productividad utilizando técnicas de contabilidad del crecimiento, así como indicadores mensuales relevantes disponibles con mayor puntualidad.

Una forma de estimar la tendencia a largo plazo del crecimiento de la productividad del trabajo es utilizar contrastes estadísticos para detectar la existencia de una ruptura. El cuadro 2 muestra que la estimación actual del crecimiento de la productividad del trabajo en el largo plazo es de 0,74 puntos por-

centuales para el período comprendido entre el primer trimestre de 1997 y el primer trimestre del 2007. La mayor parte de las ganancias de productividad del trabajo son consecuencia de avances en la industria. La contribución de los servicios es de 0,18 puntos porcentuales.

Los contrastes estadísticos pueden ser lentos a la hora de detectar cambios en la tasa de crecimiento de equilibrio en series temporales económicas, que suelen producirse gradualmente. Desde este punto de vista podría ser preferible la obtención de tendencias suavizadas, incluso si se dispone de evidencia de que estos métodos no son siempre fiables⁹. En el gráfico 3 se presenta una estimación de este tipo, que indica que el crecimiento de la

⁹ Véase, por ejemplo, el recuadro 5 del Boletín Mensual del BCE de febrero del 2005, titulado «La fiabilidad o no fiabilidad de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción».

productividad del trabajo se ha estado recuperando en los dos últimos años. No obstante, teniendo en cuenta la incertidumbre a la que están sometidas estas estimaciones, no es posible determinar que la tendencia se ha invertido al alza por un margen significativo¹⁰. La cifra también muestra un moderado repunte de la contribución reciente del crecimiento tendencial de la PTF. No obstante, las estimaciones actuales de la tendencia a largo plazo del crecimiento de la productividad del trabajo se sitúan en el 1,1%, bastante por debajo del máximo del 1,7% de finales del 2006.

Otros indicadores son acordes, en líneas generales, con estos resultados. Las estimaciones de la PTF apuntan a un reciente repunte de su contribución al crecimiento de la productividad del trabajo, pero sigue siendo moderada en términos históricos. Además, se vio acompañada de una contribución reseñable de la intensificación del capital en el período 2004-2006, una evolución observada con frecuencia transitoriamente durante las fases alcistas del ciclo.

En general, los datos más recientes no proporcionan indicaciones sólidas que sugieran que el retroceso histórico del crecimiento de la productividad del trabajo ha cambiado de sentido en los últimos años. Sin embargo, se dispone de evidencia que indica que la ralentización del crecimiento de la productividad puede haberse interrumpido.

4 CONSECUENCIAS MACROECONÓMICAS DE LOS CAMBIOS PERCIBIDOS EN EL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD

La evolución del crecimiento de la productividad, al igual que la de otras variables económicas, afecta al entorno en el que opera la política monetaria. Este factor influye en el producto agregado y en los precios y, por lo tanto, puede poner en peligro la capacidad de un banco central para cumplir sus objetivos estatutarios. Para el BCE, el objetivo prioritario es mantener la estabilidad de precios en el medio plazo, y se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo para la zona del euro inferior, aunque próximo, al 2%¹¹.

Como se describe en la sección 3, resulta muy difícil detectar cambios en el crecimiento tendencial de la productividad en tiempo real. Sin embargo, con el fin de proporcionar una referencia para considerar sus consecuencias para la política monetaria, resulta de utilidad analizar en primer lugar un escenario no realista en el que la ralentización de

10 Otros métodos utilizados para calcular las tendencias a largo plazo del crecimiento de la productividad del trabajo llevan a las mismas conclusiones. Véase, por ejemplo, «Drift and breaks in labor productivity», Luca Benati, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 31, pp. 2847-2877.

11 Véanse los artículos titulados «La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad», en el Boletín Mensual del BCE de enero de 1999, y «Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria», en el Boletín Mensual del BCE de junio del 2003.

Cuadro 2 Puntos de ruptura en la estimación de la tendencia a largo plazo del crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro

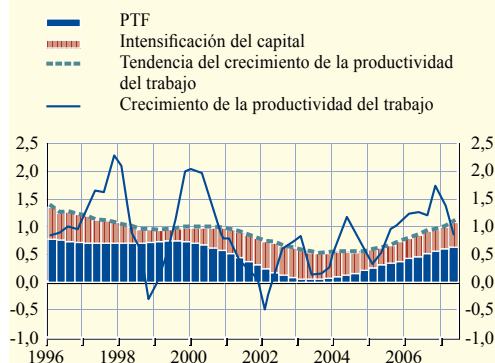
(tasas de variación interanual)

	II 1970 - II 1979		II 1979 - IV 1997		IV 1997 - I 2007	
	Crecimiento	Contribución	Crecimiento	Contribución	Crecimiento	Contribución
Total	2,91	2,91	1,63	1,63	0,74	0,74
Servicios	1,79	0,76	0,75	0,38	0,28	0,18
Industria	2,58	0,79	2,58	0,74	2,58	0,53
Construcción	0,86	0,08	0,86	0,07	0,86	0,06
Agricultura	4,43	0,82	4,43	0,54	4,43	0,24
Redistribución de empleo	-	0,46	-	-0,10	-	-0,28

Notas: La utilización de las técnicas descritas en Bai y Perron (1998) sugiere la presencia de dos puntos de ruptura en el crecimiento de la productividad de la producción total y de los servicios de trabajo. Las rupturas se produjeron en II 1979 y IV 1997. La evidencia empírica de presencia de rupturas en el crecimiento de la productividad del trabajo en otros sectores no es sólida y, por tanto, la tasa media de crecimiento durante todo el período de muestra se utiliza como tendencia a largo plazo del crecimiento de la productividad del trabajo. Para más detalles sobre el contraste estadístico realizado para detectar la presencia de múltiples rupturas, véase Bai y Perron (1998), «Estimating and testing linear models with multiple structural changes», *Econometrics*, vol. 66, n.º 1, pp. 47-78.

Gráfico 3 Estimación de la tendencia a largo plazo del crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Notas: Los cálculos de la tendencia a largo plazo del crecimiento de la productividad del trabajo se han realizado utilizando el modelo de función de producción estadística descrito en Proietti, T.; A. Musso y T. Westermann (2007), «Estimating Potential Output and the Output Gap for the EUro Area: a model based production function approach», *Empirical Economics*, vol. 33, pp. 85-113.

la productividad es de carácter permanente. En este caso, sus consecuencias para el producto potencial y los tipos de interés reales de equilibrio pueden estimarse con suficiente precisión.

Una caída del crecimiento tendencial de la productividad iría asociada a un descenso de la tasa de crecimiento del producto potencial. *Ceteris paribus*, un crecimiento menor del producto potencial generaría presiones al alza sobre los precios en el medio plazo. La tasa de crecimiento tendencial del dinero debería disminuir para neutralizar estas presiones inflacionistas. A medio plazo, unas tasas de crecimiento económico más reducidas, unos incrementos menores de los salarios reales y unos niveles de desempleo más elevados serían sostenibles. Las teorías sobre crecimiento sugieren que los tipos de interés reales de equilibrio también se reducirían de forma proporcional al crecimiento tendencial de la productividad. Si la estabilidad de precios se mantiene y las expectativas de inflación permanecen bien ancladas, la caída del tipo de interés real en el nuevo equilibrio supondría una caída del tipo de interés nominal en la misma proporción.

Aunque las tendencias a medio y a largo plazo asociadas a la ralentización de la productividad

son claras, sus consecuencias sobre los precios a lo largo de la senda de ajuste son ambiguas. Podrían surgir presiones inflacionistas y deflacionistas, en función de los efectos de la desaceleración sobre la demanda y la oferta agregadas.

Ciertamente, una reducción de la productividad tenderá a producir dos efectos antagónicos. El primer efecto, que puede denominarse «efecto de oferta», tiene su origen en el menor crecimiento del producto potencial asociado a la desaceleración de la productividad. *Ceteris paribus*, la caída del producto potencial implica que a las empresas les resultará más difícil satisfacer la demanda agregada. En cierta medida, esto conducirá a un aumento temporal del producto por encima de su potencial, concretamente a una brecha de producto positiva, a través, por ejemplo, de un incremento transitorio del número de horas trabajadas. Al mismo tiempo, las empresas tendrán un incentivo para subir los precios, generando con ello presiones al alza sobre la inflación.

El segundo efecto de la ralentización de la productividad es la reducción de la riqueza neta de las personas, hasta el punto de que una disminución del crecimiento de la productividad queda reflejado en un menor crecimiento de los beneficios y los salarios futuros y, por tanto, en una caída de los precios actuales de los activos y en una reducción del capital humano. A su vez, estas expectativas tenderán a contraer el consumo en la medida en que las personas intenten evitar fluctuaciones pronunciadas de sus patrones de consumo en el tiempo. La inversión también se ralentizaría, como consecuencia de las menores oportunidades de inversión rentable. Para un crecimiento dado del producto potencial, la caída del consumo y de la inversión, que puede denominarse «efecto de demanda», dará lugar a un exceso de oferta agregada, provocando presiones a la baja sobre la inflación.

La cuestión de si la inflación tiende a aumentar o a disminuir en respuesta a una ralentización de la productividad dependerá de cuál de estos dos efectos sea predominante. Si los efectos de oferta fueran predominantes en el corto plazo, el banco central tendría que subir los tipos de interés durante un tiempo, ya que el PIB potencial cae con ma-

yor rapidez que el PIB real, con el fin de garantizar que el objetivo de estabilidad de precios no esté amenazado. Por otro lado, si los efectos de demanda resultaran ser más intensos en el corto plazo, la reacción adecuada de la política monetaria sería mantener los tipos de interés en niveles inferiores a los que se fijarían en otras circunstancias, con el fin de impedir la aparición de presiones negativas sobre los precios. Por ejemplo, los efectos de oferta tenderán a dominar cuando la evolución de la productividad se perciba como transitoria. En este caso, el crecimiento del producto potencial se reduciría automáticamente, pero la riqueza neta no se vería muy afectada, dadas unas percepciones de que, en última instancia, el consumo futuro y las posibilidades de inversión se mantienen invariables. Por tanto, la reacción de la demanda agregada sería limitada, y bastante menos intensa que la de la oferta agregada.

Características estructurales de la economía que también conducirán al predominio de los efectos de oferta son un nivel reducido de desarrollo financiero o la existencia de restricciones crediticias. Es importante contar con unos mercados financieros que funcionen correctamente porque los precios de los activos tienden a reflejar cambios esperados en las condiciones económicas futuras. Por ejemplo, una desaceleración de la productividad se traduciría rápidamente en una reducción del valor de la riqueza invertida en el mercado de renta variable. En una economía con unos mercados financieros menos desarrollados, una evolución adversa de la productividad afectaría a menos individuos, y si su propensión al consumo es menos sensible a las variaciones de la riqueza, es posible que provoque ajustes más limitados en la demanda agregada.

En cambio, el efecto demanda predominará cuando la percepción de la evolución de la productividad es que tiene un carácter muy persistente o permanente. Un escenario de disminución permanente del crecimiento de la productividad se asocia en última instancia a un menor aumento del nivel de vida y podría dar lugar con facilidad a acusados descensos de los precios de los valores de renta variable, y por tanto, causar un fuerte efecto negativo sobre la riqueza.

El efecto demanda también tenderá a predominar en economías caracterizadas por unas estructuras de producción más flexibles. En este caso, el producto registrado caerá con mayor rapidez, en consonancia con el producto potencial, a través de una reducción de la utilización de la capacidad productiva de las empresas. Inversamente, en caso de que se produzca una aceleración tecnológica, las estructuras de producción y las empresas se adaptarán con mayor rapidez, con el fin de aprovechar las ventajas de los avances tecnológicos. Obviamente, el efecto demanda también será más pronunciado si los mercados financieros están totalmente desarrollados y la participación en los mercados de renta variable es generalizada.

5 CONSECUENCIAS PARA LA POLÍTICA MONETARIA

La evolución del crecimiento tendencial de la productividad resulta difícil de determinar en tiempo real, y en el corto plazo puede generar presiones inflacionistas y deflacionistas. Por consiguiente, no es posible extraer conclusiones inequívocas en lo que se refiere a la dirección más apropiada de la respuesta de la política monetaria ante percepciones de ralentización del crecimiento de la productividad. No obstante, se pueden establecer algunas consecuencias para la política monetaria de carácter más general basándose en la investigación económica y en la experiencia.

En primer lugar, dado que gran parte de la evolución a corto plazo del crecimiento de la productividad del trabajo tiende a ser de carácter transitorio, y que rara vez se producen cambios permanentes y con frecuencia son cuantitativamente menores, se debe adoptar un enfoque prudente al interpretar la trayectoria reciente de la productividad. Desde este punto de vista, sería demasiado prematuro interpretar las tímidas mejoras observadas recientemente en el crecimiento de la productividad del trabajo de la zona del euro como señales iniciales de una recuperación, posiblemente propiciada por los avances en las tecnologías de la información y las comunicaciones.

En segundo lugar, la valoración del carácter —persistente o temporal— de la evolución de la

productividad ha de poder modificarse con el tiempo, si se dispone de información o datos económicos nuevos. Un banco central debe prestar atención a toda la información relevante, con el fin de realizar la mejor valoración posible de la dinámica de la productividad como parte del análisis de los riesgos para la estabilidad de precios. Si los datos sobre crecimiento de la productividad del trabajo apuntan de manera persistente en la misma dirección, y si las variaciones registradas en otros datos macroeconómicos y microeconómicos proporcionan evidencia que corrobora esa evolución, la conjetura de que la reciente recuperación es cíclica debe revisarse gradualmente a favor de la hipótesis de que es de carácter más persistente.

La estrategia de política monetaria del BCE está adecuadamente preparada para hacer frente a la incertidumbre relacionada con posibles cambios en el crecimiento de la productividad porque no provoca una reacción mecánica del BCE ante determinados indicadores o previsiones. Al sustentarse en dos pilares, la estrategia del BCE reconoce explícitamente que hay incertidumbre en torno a la verdadera estructura de la economía y, en consecuencia, a la verdadera naturaleza del proceso de transmisión. Al ofrecerle la posibilidad de considerar la información obtenida de diversos análisis y al centrarse en detalle en la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la economía, es probable que la estrategia del BCE continúe siendo de utilidad en un entorno de predominio de la incertidumbre acerca de la evolución futura de la productividad.

En tercer lugar, las percepciones erróneas del carácter de la evolución de la productividad son la norma, más que la excepción. Dado que los cambios de carácter persistente en el crecimiento de la productividad son relativamente infrecuentes por naturaleza, a menudo se les confunde con fluctuaciones temporales. Reconociendo que el riesgo de percepciones erróneas es inevitable, es importante que la política monetaria impida que se traduzcan en decisiones inadecuadas. La política monetaria debe reaccionar paulatinamente a las percepciones sobre la evolución económica. Cuando hay probabilidad de que se produzcan errores de medición, una respuesta firme

por parte de la política monetaria ante la constatación de variables económicas mal medidas puede provocar fluctuaciones no deseables de la inflación y del producto real, con consecuencias adversas, en ocasiones dramáticas, para la prosperidad económica. Una de las explicaciones propuestas a la denominada Gran Inflación de los años setenta en Estados Unidos se basa precisamente en la hipótesis de que una percepción errónea importante de la capacidad productiva de la economía en tiempo real condujo a la aplicación de una política monetaria excesivamente expansiva. Una respuesta firme de la política monetaria a la información que se recibe en tiempo real conlleva el riesgo de demostrar ser equivocada a posteriori, una vez revisada la valoración de la situación económica a partir de información más fiable.

En cuarto lugar, la política monetaria debe mantener siempre una actitud vigilante ante las amenazas para la estabilidad de precios. La existencia de presiones inflacionistas subyacentes puede ser detectada demasiado tarde si se derivan de factores, como los relacionados con el crecimiento de la productividad, que resultan difíciles de reconocer en tiempo real. Los trabajos de investigación en los que se comparan los efectos de diferentes reglas de política monetaria sugieren que, cuando la evolución de la inflación observada no es acorde con la definición de estabilidad de precios, la orientación de la política monetaria debe adaptarse gradualmente, pero de forma ininterrumpida, a la situación incluso si la valoración de las tendencias inflacionistas sigue siendo positiva¹². Inversamente, las tendencias subyacentes que todavía no han afectado a la inflación registrada deben ser objeto de atento seguimiento, pero no necesariamente deben reflejarse en las decisiones de política monetaria si se detectan mediciones incorrectas.

Por último, para un banco central es esencial asegurar que las expectativas de inflación permanezcan bien ancladas. Mantener las expectativas de inflación en línea con la definición de estabilidad de precios del BCE garantiza que, en caso de que

12 Véase, por ejemplo, Orphanides A., y J. Williams, «Robust monetary policy rules with unknown natural rate», *Brookings Papers on Economic Activity* 2:2002, pp. 63-118.

se materialicen las perturbaciones inflacionistas, resulten menos costosas de corregir en términos de macroeconómicas. Al mismo tiempo, unas expectativas de inflación firmemente ancladas son una condición previa para dar una respuesta calibrada en el corto plazo a perturbaciones económicas, con el fin de garantizar unas condiciones macroeconómicas más equilibradas.

6 CONSECUENCIAS PARA OTRAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

Los cambios en la tasa de crecimiento tendencial de la productividad del trabajo son determinantes clave del crecimiento económico y son relevantes para la formulación de la política monetaria, pero la mejor contribución que ésta puede hacer al crecimiento sostenible es fomentar un entorno macroeconómico estable a través del mantenimiento de la estabilidad de precios. Las políticas estructurales deben asumir la responsabilidad de crear condiciones que propicien una mejora de la productividad y del crecimiento.

En la zona del euro se han hecho avances considerables en algunos ámbitos, por ejemplo, la reducción de las barreras a la competencia. Varias industrias de red, como las telecomunicaciones, están ahora abiertas totalmente o en gran medida a la competencia.

Pese a estos avances, hasta ahora, la aplicación de reformas estructurales se ha llevado a cabo con demasiada lentitud, por lo que son necesarios más esfuerzos, como se propugnaba en la revisión de la estrategia de Lisboa, para facilitar la reasignación de recursos a sus usos más productivos, al mismo tiempo que se promueve el crecimiento de la productividad del trabajo y los avances tecnológicos.

Un mercado interior de la UE más amplio y más profundo sigue siendo una prioridad. Medidas concretas en esta dirección son las adoptadas para lograr una competencia efectiva en el mercado energético, la aplicación de la Directiva sobre Servicios, y el proceso general para continuar con la integración de los mercados financieros. Al mismo tiempo, es importante crear un entorno econó-

mico favorable para las empresas, apoyar la innovación a través de un aumento de la inversión en investigación y desarrollo y en la formación del capital humano. Esto supone menos burocracia para las pequeñas y medianas empresas, con el fin de ayudarles a desarrollarse a escala nacional y transfronteriza, así como una acción positiva para eliminar los obstáculos que impiden el acceso a la financiación que necesitan. El capital riesgo es fundamental para apoyar la creación de empresas nuevas e innovadoras dispuestas a aprovechar las ventajas de la apertura de los mercados y a poner en práctica iniciativas creativas e innovadoras con fines de explotación comercial a mayor escala.

Las reformas de los mercados de productos deben ir acompañadas de reformas de los mercados de trabajo. Tales reformas deben tratar de aumentar las tasas de actividad incrementando los incentivos para el empleo. En Europa, estos incentivos se ven obstaculizados por el entorno legal y regulatorio, los sistemas tributarios y las instituciones sociales. Deben eliminarse todas las barreras a la movilidad funcional, ya que es un componente esencial del mercado interior y un canal de ajuste importante en el contexto de la unión monetaria.

Por último, en un mundo en el que la seguridad del empleo es escasa, los sistemas educativos y de formación deben ajustarse continuamente a las necesidades del mercado laboral con el fin de permitir que los trabajadores afronten sin problemas la transición entre empleos y estén familiarizados con los avances tecnológicos. Las medidas de activación contribuyen a reducir los períodos de desempleo, que podrían conducir a un menoscabo de las capacidades y la productividad de los trabajadores.

7 CONCLUSIONES

Desde el año 1995, la tasa media de crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro se ha mantenido en torno al 1,3% por año, un nivel que representa una pronunciada desaceleración con respecto a los años ochenta y principios de los noventa. Al mismo tiempo, la economía de Estados Unidos registró un considerable repunte de la productividad.

Gran parte de la brecha en el crecimiento de la productividad agregada entre ambas áreas económicas puede explicarse en términos de los diferentes ritmos de adopción de tecnologías de la información y las comunicaciones en sectores económicos tradicionales. Las empresas de la zona del euro no parecen haber sido capaces de beneficiarse plenamente de las ventajas de las nuevas tecnologías, una valoración acorde con la hipótesis de que las nuevas tecnologías son las que, indirectamente, más influyen sobre el crecimiento de la productividad, concretamente porque promueven nuevas innovaciones en los procesos y procedimientos de gestión y en las estructuras organizativas y facilitan otras innovaciones. Una mayor flexibilidad de las economías de la zona del euro a través de nuevas reformas estructurales es un requisito importante para impulsar un cambio de sentido de la caída de la productividad.

Hasta la fecha no hay señales claras de inversión de esta tendencia, aunque determinada evidencia confirma la valoración de que la ralentización puede haberse interrumpido.

En un entorno de incertidumbre, la política monetaria debe analizar toda la información disponible para realizar la mejor valoración posible de la evolución futura de la productividad y de las consiguientes perspectivas de inflación. Sin embargo, las estimaciones de la tasa de crecimiento tendencial de la productividad son notoriamente difíciles y siempre están rodeadas de incertidumbre. Una valoración positiva de las consecuencias de la evolución subyacente de la productividad no debe relajar la vigilancia de la política monetaria en relación con los riesgos para la estabilidad de precios.

GLOBALIZACIÓN, COMERCIO Y MACROECONOMÍA DE LA ZONA DEL EURO

ARTÍCULOS

Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro

El proceso de globalización –o lo que es lo mismo, la incorporación de nuevos participantes al mercado mundial y la creciente interdependencia económica y financiera entre los participantes ya existentes– se ha acelerado en la última década con importantes consecuencias para la macroeconomía de la zona del euro, que debería beneficiarse notablemente con este proceso mediante una asignación más eficiente de los recursos y con los aumentos de bienestar que entrañarían la mayor especialización, los productos más baratos, la mayor selección de productos y, en última instancia, el aumento de los niveles de vida para todos los ciudadanos. En la zona del euro, las oportunidades derivadas de la globalización, junto con otros fenómenos importantes y conexos que se están desarrollando (como el rápido cambio tecnológico), también representan un desafío y exigen una mayor flexibilidad para facilitar el ajuste macroeconómico y materializar plenamente esos beneficios. Las reformas estructurales están llamadas a desempeñar un papel decisivo para apoyar un aumento de la competitividad de la zona del euro, aumentar su potencial de crecimiento y reducir la fricciones asociadas con el ajuste. Sin embargo, para seguir cosechando los frutos de la globalización en el futuro, es importante estimular aún más la apertura, a escala mundial, de los mercados de productos, servicios y trabajo y de los mercados financieros, y luchar contra el proteccionismo.

I INTRODUCCIÓN

A medida que las economías se han hecho cada vez más interdependientes a través del comercio, la producción y los vínculos entre los mercados financieros, la globalización ha sido objeto de una considerable atención en la última década¹. Lo que distingue a la fase más reciente de la globalización es no sólo la reducción de los costes del transporte o los aranceles, —un proceso que lleva décadas desarrollándose— sino más bien los nuevos paradigmas de producción que han permitido la expansión de la capacidad productiva mundial y los grandes cambios tecnológicos, que han facilitado el acceso al comercio exterior y la transferencia de capital, recursos humanos y conocimientos allende las fronteras. Por consiguiente, en la práctica resulta muy difícil diferenciar entre el impacto del cambio tecnológico y el de la apertura al comercio

Las cifras que normalmente se utilizan para medir la apertura económica, como los datos sobre comercio internacional y flujos de capital han aumentado notablemente en los diez últimos años. En parte como resultado del papel cada vez más destacado que desempeñan los países de Europa central y oriental como socios comerciales, y del rápido incremento de las importaciones procedentes de Asia (especialmente de China), la apertura de la zona del euro al comercio exterior ha aumentado de forma especial-

mente acusada desde mediados de la década de los noventa y ha seguido siendo mayor que en las otras grandes economías industrializadas, como Estados Unidos y Japón. A escala mundial, los flujos transfronterizos de capital también han ido creciendo a un ritmo sumamente vigoroso en los diez últimos años, y se han triplicado como porcentaje del PIB². Esta evolución se ha visto acompañada de un dinamismo similar en la zona del euro, donde la fuerza actual de los flujos de capital se refleja en el considerable aumento de los saldos de activos y pasivos exteriores de la zona durante el período 1999-2006, en el que las entradas y las salidas de inversión directa extranjera prácticamente se ha duplicado como porcentaje del PIB desde 1999.

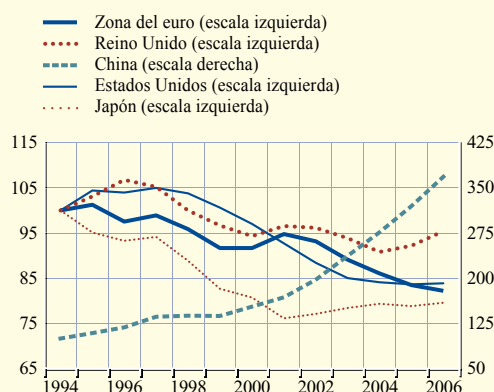
El rápido cambio en el entorno mundial que han desencadenado estas fuerzas ha influido en una amplia gama de resultados, tanto en las economías industrializadas como en las economías emergentes. Si bien muchos cambios importantes se han producido en el ámbito financiero, el presente artículo se centra exclusivamente en medir el impacto macroeconómico de la globalización del comercio exterior en la zona del euro, dejando a un

1 En julio del 2007, el BCE organizó una conferencia sobre globalización y macroeconomía. La versión inglesa de los trabajos presentados en dicha conferencia puede descargarse en la dirección http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/global_macro.en.html.

2 Fuente: Estadísticas de balanza de pagos del FMI.

Gráfico | Cuotas de mercado de exportación

(en términos reales; índice: 1994=100; datos anuales)



Fuentes: FMI, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La última observación se refiere al 2006. Las cuotas de mercado de exportación se calculan como cociente entre un índice de exportaciones reales y un índice de demanda externa (definiéndose ésta como la suma de las importaciones reales de bienes y servicios de un país concreto ponderada por las exportaciones).

lado el tema de los cambios que entraña la globalización financiera. Pese a las dificultades que supone medir el impacto económico que, en última instancia, provoca la globalización, dadas las interrelaciones con otros fenómenos, así como el ritmo al que se producen los cambios y sus características, se examinan a continuación algunas regularidades empíricas y se evalúan sus probables efectos en dos pasos. En primer lugar, se analiza el desempeño de la zona del euro en el ámbito internacional considerando que la globalización ha puesto especialmente de relieve la competitividad en un contexto mundial, dada la necesidad de incrementar la especialización (sección 2). En segundo lugar, se examina el papel que podría desempeñar la globalización en el ajuste, a escala nacional, haciendo hincapié en el lado de la oferta de la economía, analizando la globalización y sus consecuencias para la productividad, los mercados de trabajo y los precios (sección 3). Por último, se extraen algunas conclusiones, subrayándose al mismo tiempo el papel fundamental que las políticas económicas pueden desempeñar para facilitar un ajuste eficiente frente a los cambios en el entorno mundial (sección 4).

2 GLOBALIZACIÓN Y COMERCIO EXTERIOR Y COMPETITIVIDAD DE LA ZONA DEL EURO

En esta sección se examina cómo ha afectado la globalización a las cuotas de mercado de exportación, y hasta qué punto ello podría tener relación con la especialización de la zona del euro en exportaciones frente a las economías emergentes. Por lo que respecta a las importaciones, se analiza la forma en que la globalización ha modificado su composición en términos de socios comerciales.

EXPORTACIONES, COMPETITIVIDAD Y ESPECIALIZACIÓN

En un contexto en el que los países de bajos costes han hecho su aparición como grandes participantes en el comercio mundial, las cuotas de mercado de exportación de las economías más industrializadas —como la zona del euro, Estados Unidos, Reino Unido y Japón— se han reducido en términos nominales en los últimos años, mientras que las de países como China han experimentado un acusado aumento (gráfico 1 y recuadro 1). En vista de todo ello, no sería sorprendente que las pérdidas en las cuotas de mercado de exportación registradas en varios países industrializados no puedan explicarse plenamente por los cambios en los indicadores tradicionales de competitividad en términos de precios³. No obstante, a pesar de la reducción de la cuota de mercado de exportaciones, las exportaciones reales a países no pertenecientes a la zona del euro han ido en aumento muy rápidamente en los últimos años, debido al crecimiento persistentemente sólido de la demanda exterior. Dado que estas condiciones favorables de la demanda mundial también vienen determinadas, en gran medida, por las fuerzas de la globalización, el impacto positivo sobre las exportaciones han compensado con creces el efecto de moderación de la pérdida de cuota de mercado. De hecho, la economía mundial ha estado creciendo a niveles superiores a las tendencias anteriores en los últimos años, y ello ha beneficiado notablemente a la zona del euro.

3 Para más información véase Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, «Competitiveness and the export performance of the euro area», Occasional Paper n.º 30 del BCE, junio del 2005, y el artículo titulado «Competitividad y comportamiento de las exportaciones de la zona del euro» en el Boletín Mensual del BCE de julio del 2006.

Dado que el aumento de la cuota de mercado de exportación de China parece ser la principal contrapartida de la pérdida de cuota correspondiente de la zona del euro, se analiza a continuación la composición de las exportaciones chinas, comparándolas con la especialización en exportaciones de la zona del euro y otros competidores.

Según indican los índices de Balassa⁴ de ventaja comparativa revelada por intensidad en factores, los exportadores de la zona del euro se han estado especializando, en gran medida, en productos intensivos en capital e investigación, así como en bienes intensivos en mano de obra, durante el período comprendido entre los años 1993 y 2004 (cuadro 1). Sin embargo, la zona del euro parece tener cierto exceso de peso en sectores intensivos en trabajo, en los que China presenta no sólo una ventaja comparativa natural, sino también un alto grado de especialización. Por el contrario, otros países industrializados que compiten con China, como Estados Unidos, no presentan una ventaja comparativa revelada en productos intensivos en mano de obra, sino que están relativamente más especializados en las exportaciones de bienes intensivos en capital. En conjunto, la especialización sectorial de las exportaciones por la intensidad con

que utilizan los factores parece reflejar, en general, la dotación de factores relativa de cada país, siendo los trabajadores más cualificados relativamente abundantes en la zona del euro y en Estados Unidos, mientras que, en China, abundan los trabajadores menos cualificados con remuneraciones más bajas.

No obstante, estos indicadores de ventaja comparativa revelada deben considerarse con cautela. En primer lugar, algunos productos son difíciles de clasificar por la intensidad con que utilizan los factores, ya que en su elaboración participan varios factores de producción. En segundo lugar, la clasificación por intensidad en factores podría resultar engañosa si un país se concentra fundamentalmente en las etapas de producción intensivas en mano de obra de un bien predominantemente intensivo en investigación. Esta situación podría aplicarse,

- 4 El índice de Balassa de ventaja comparativa revelada se calcula como cociente entre la proporción que representa un tipo concreto de producto en las exportaciones de un país y la proporción de ese producto en las exportaciones mundiales. Si el índice es mayor de uno, significa que el país se especializa en ese producto de exportación. Véanse también índices de Balassa por intensidad de factores, correspondientes a la zona del euro, en el cuadro 2 del Occasional Paper n.º 55 del BCE, titulado «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», elaborado por U. Baumann y F. di Mauro, marzo del 2007.

Cuadro 1 Ventaja comparativa revelada de las exportaciones por intensidad en factores y contenido tecnológico

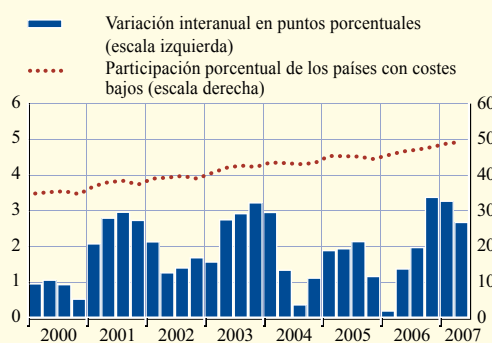
	Zona del euro	Estados Unidos	China
Intensidad en factores			
Intensivas en materias primas	0,5	0,7	0,6
Intensivas en mano de obra	1,1	0,7	2,2
Intensivas en capital	1,2	0,9	0,4
Intensivas en investigación	1,1	1,4	0,9
Contenido tecnológico			
Industrias de alta tecnología	0,9	1,4	1,0
Industrias de tecnología media-alta	1,2	1,1	0,6
Industrias de tecnología baja	0,9	0,8	1,6
- Textiles, vestido, calzado	0,9	0,4	3,6

Fuentes: Chelem y cálculos del BCE. Véase también Occasional Paper n.º 55 del BCE.

Notas: Índice de Balassa de ventaja comparativa revelada para el período 1993-2004. Si el valor del índice es superior a la unidad, significa que un país se especializa en ese tipo de exportación.

Gráfico 2 Participación de los países de bajo coste en las importaciones de manufacturas de la zona del euro

(en términos nominales en euros; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los países con «costes bajos» son: Argelia, Argentina, países de la ASEAN, Brasil, Chile, América Central y el Caribe, la CEI, China, India, los países de Europa oriental que se han incorporado a la UE desde el 1 de mayo del 2004, resto de África septentrional, resto de África, resto de Asia, resto de América del Sur y Turquía.

en particular, a China, cuyo aumento en la especialización en productos intensivos en investigación en los últimos años podría deberse al hecho de que empresas extranjeras subcontratan en este país partes de la producción intensivas en mano de obra para una amplia gama de productos intensivos en investigación o en capital y, después, utilizan China como base de exportación.

Volviendo a los índices de Balassa sobre especialización de las exportaciones por contenido tecnológico, al diferenciar entre sectores de tecnología alta, media y baja, se observa que durante el periodo comprendido entre 1993 y el 2004, la zona del euro muestra una especialización relativa en exportaciones de tecnología media-alta y parece menos abierta a la competencia directa en estos sectores de China, que se especializa fundamentalmente en sectores de tecnología baja, en particular, textiles, vestido y calzado (cuadro 1)⁵, lo que no puede decirse, sin embargo, de todos los países de la zona del euro. Concretamente Portugal, y en menor medida Italia, parecían estar más especializados en los sectores de tecnología baja y media (como los textiles, el vestido y el calzado), que eran especialmente vulnerables a la competencia de las economías de Asia, sobre todo de China⁶.

IMPORTACIONES Y AUMENTO DE LA CUOTA DE LOS PAÍSES DE BAJOS COSTES

En los diez últimos años, las importaciones de bienes manufacturados, tanto de países de la zona del euro, como de países no pertenecientes a la zona, han registrado un sólido crecimiento, pero la proporción entre importaciones internas e importaciones externas se ha reducido en términos reales, lo que, una vez más, no parece estar totalmente justificado por los movimientos de los precios relativos. Las fuerzas de la globalización han impulsado el crecimiento relativamente más sólido de las importaciones provenientes de fuera de la zona, situación en la que han desempeñado un papel importante la subcontratación de actividades a países de bajos costes y la internacionalización de la producción⁷. Desde el comienzo de la década del año 2000, la participación de los países

de bajos costes en las importaciones de manufacturas provenientes de fuera de la zona del euro ha aumentado desde algo más de un tercio hasta casi la mitad (gráfico 2). De esos países, China y los nuevos Estados miembros de la UE fueron los que más contribuyeron a este aumento, duplicándose prácticamente su participación desde mediados de la década de los noventa.

En resumen, la aparición en la escena mundial de nuevos socios comerciales como China ha fomentado el crecimiento del comercio exterior y ha estimulado las exportaciones de la zona del euro, pero, al mismo tiempo, ha reducido las cuotas de mercado de economías industrializadas ya acrisoladas, como la zona del euro. No obstante, el alcance de esta pérdida de cuota de mercado también podría guardar relación con la especialización en exportaciones de la zona del euro y con la forma en que se compara con la de estos nuevos competidores. Al mismo tiempo, las importaciones que tienen su origen fuera de la zona del euro están creciendo más rápidamente que el comercio interior de la zona, estimuladas por una mayor penetración en la zona del euro de importaciones provenientes de países de bajos costes.

5 Otra crítica de que son objeto los indicadores de ventaja comparativa revelada es que la internacionalización de la producción puede hacer que las medidas de especialización de las exportaciones tengan menos sentido hoy día, dado que los bienes exportados incorporan en sustancial medida la tercerización de consumos intermedios utilizados en la producción. No obstante, Baumann y di Mauro calculan un índice de especialización del comercio exterior que excluye de las exportaciones la importaciones de consumos intermedios y llegan a resultados similares a los índices de Balassa tradicionales de especialización de las exportaciones que se mencionan en este artículo.

6 Véase el recuadro 3 del Occasional Paper n.º 55 del BCE, así como P. S. Esteves y C. Reis, «Measuring export competitiveness: Revisiting the effective exchange rate weights for the euro area countries», documento de trabajo n.º 11, 2006, del Banco de Portugal.

7 Una posible consecuencia de la internacionalización de la producción es que la tendencia creciente a la tercerización ha dado lugar a una mayor correlación entre las importaciones y las exportaciones al aumentar la dependencia de los exportadores de la zona del euro de las importaciones de consumos intermedios. El Occasional Paper n.º 30 del BCE, de junio del 2005, elaborado por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, muestra que el contenido de importaciones de las exportaciones (que es la inversa del valor añadido por unidad de exportación) —medido como la elasticidad a largo plazo de las importaciones con respecto a un incremento de una unidad de exportaciones— ha aumentado en la zona del euro desde el 38% en 1995 hasta alrededor del 44% en el 2000.

Recuadro I

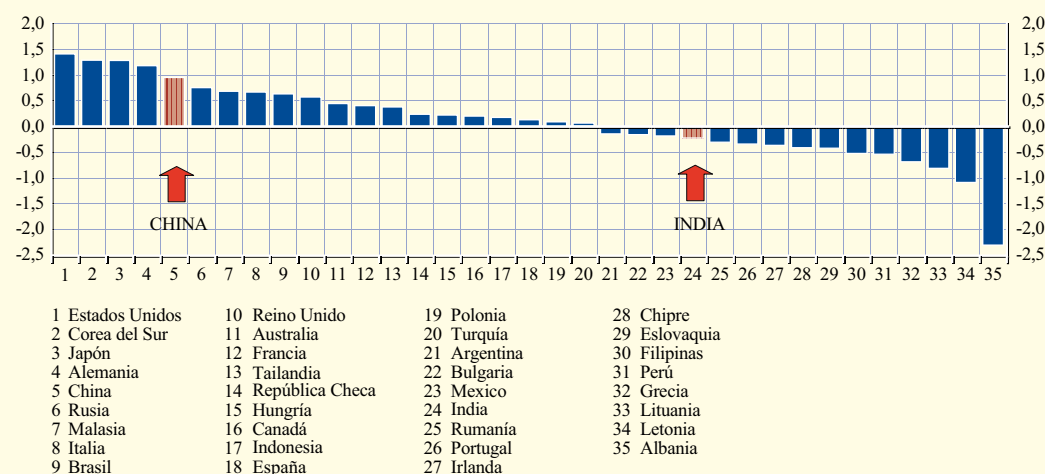
INTEGRACIÓN DE CHINA E INDIA EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

Uno de los cambios más fundamentales que están conformando la economía mundial es la rapidez con que las economías emergentes se están convirtiendo en los principales socios comerciales. Dado su enorme tamaño, a menudo se estima que la aparición de China —y más recientemente de India— en la escena mundial es ilustrativa de las repercusiones sistémicas que conllevan estas tendencias. En este contexto, se pretende arrojar algo de luz sobre las principales características de la integración de estas dos economías emergentes en el comercio internacional de bienes y servicios.

En el caso de China, debido a su crecimiento sostenido y a su creciente apertura al comercio internacional, la integración en la economía mundial ha sido rápida desde principios de la década de los años noventa. La participación de China en el producto mundial, medida a los tipos de cambio de mercado, aumentó de alrededor del 2% en 1990 al 5,5% en el 2006¹. Al mismo tiempo, China concentraba el 6,5% del comercio mundial de bienes y servicios en el 2006, frente a menos del 2% en 1990. La importancia de India en el producto y el comercio mundial, pese a ir en aumento, es más reciente y limitada hasta la fecha (con participaciones del 1,8% y del 1,5%, respectivamente). Sin embargo, su participación en el comercio mundial de servicios se ha incrementado significativamente en los últimos años, hasta situarse casi en el 3% en el año 2006. Desde la perspectiva de la zona del euro en su conjunto, en el 2006, China representaba el 10,3% de las importaciones de bienes procedentes de fuera de la zona, más del doble que toda América Latina (4,7%), mientras que el porcentaje que representaba India seguía siendo relativamente bajo (ligeramente por encima del 1%).

1 Si se ajusta el PIB en términos de paridad de poder adquisitivo (PPA), la participación de China en el producto mundial es notablemente mayor, ligeramente por encima del 15% en el 2006. En el caso de India, el porcentaje también es más alto: más del 6% en ese mismo año. En términos de PPA, el porcentaje más alto en el 2006 corresponde a Estados Unidos (casi el 20%), seguido de China, la zona del euro (14,6%), Japón (6,3%) e India.

Gráfico A Integración en el comercio internacional de bienes en relación con el indicador de referencia del modelo de gravedad

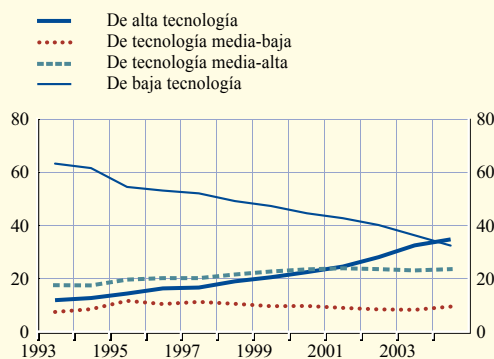


Fuente: Working Paper n.º 693 del BCE.

Nota: La escala que aparece en el eje de ordenadas es una escala logarítmica natural. Un valor de uno indica que los intercambios efectivamente realizados se sitúan un 172% por encima de las predicciones del modelo ($e^{-1} \approx 1,72$).

Gráfico B Detalle de las exportaciones de China por tipo de productos

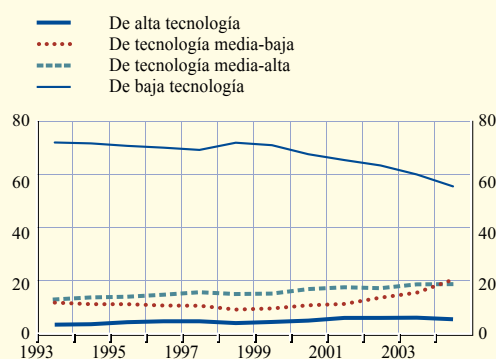
(porcentaje de las exportaciones totales de bienes)



Fuente: Base de datos Chelem del Centre d'Études Prospectives et d'Information Internationales (CEPII).

Gráfico C Detalle de las exportaciones de India por tipo de productos

(porcentaje de las exportaciones totales de bienes)



Fuente: Base de datos Chelem del Centre d'Études Prospectives et d'Information Internationales (CEPII).

Si se considera especialmente el comercio mundial de bienes, las estimaciones realizadas por los expertos del BCE utilizando un modelo de gravedad del comercio exterior permiten hacerse una idea de la profundidad total de la integración de China e India en el comercio mundial, así como de la posible evolución². Los modelos de gravedad relacionan el comercio entre dos países con el tamaño de la economía, la distancia geográfica que los separa, así como otras variables ficticias como un idioma común, una frontera compartida, una historia común o la pertenencia a la misma zona de libre comercio³. Los resultados indican que la integración de China en el comercio mundial de bienes es superior a la media, basándose en el indicador de referencia que sugiere el modelo, mientras que no sucede lo mismo con India (véase el gráfico A, en el que se comparan los intercambios comerciales de bienes efectivamente realizados con las previsiones del modelo). Si se desglosan estos resultados por socios comerciales, se observa que China se encuentra especialmente bien integrada con otras economías de Asia, lo que refleja también su integración en una red de producción regional de actividades de exportación (lo que a veces se denomina la «cadena asiática de producción»), en la que tanto los inversores nacionales como los extranjeros explotan la ventaja comparativa de China en mano de obra barata. Esta situación permite a China servir de ubicación para el procesamiento y el ensamblaje de consumos intermedios importados de otras economías emergentes de Asia, que, posteriormente, se reexportan a mercados con economías desarrolladas. Sin embargo, de cara al futuro, la evidencia sugiere que el papel que desempeña China podría estar cambiando gradualmente y que el país estaría dejando de ser un centro de procesamiento para convertirse en una economía cada vez más capaz de producir algunos bienes de capital (por ejemplo, maquinaria y equipo) y bienes intermedios (como hierro y acero). En este contexto, el proceso siguiente de sustitución de las importaciones parece ser uno de los factores determinantes del aumento del superávit comercial de China, especialmente desde el año 2005.

2 Véase M. Bussière y B. Schnatz, «Evaluating China's integration in world trade with a gravity model based benchmark», documento de trabajo n.º 693, del BCE, noviembre del 2006.

3 Para más información, véase Bussière y Schnatz, loc. cit.. El modelo se estima con una muestra de flujos de comercio bilateral (es decir, exportaciones e importaciones) de bienes entre 61 países, utilizando datos anuales que abarcan el período 1980-2003.

A diferencia de China, India está menos integrada con otras economías de lo que podrían sugerir las variables explicativas del modelo de gravedad, que se basa principalmente en los débiles lazos comerciales con otras economías asiáticas.

Por lo que respecta a la composición de las exportaciones de bienes, China se ha caracterizado por un notable cambio desde principios de la década de los noventa, cuando exportaba, básicamente, bienes de tecnología baja, como prendas de vestir, cuero o hilaturas y tejidos (gráfico B). Desde entonces, ha aumentado la proporción de bienes de alta tecnología, como productos electrónicos, que, en los últimos años, han representado un porcentaje dominante de las exportaciones chinas. Por el contrario, India todavía exporta, principalmente, bienes de tecnología baja (gráfico C), como joyería y obras de arte. Una consecuencia de todo ello es que China se encuentra en una posición cada vez más ventajosa para competir con las exportaciones de bienes procedentes de economías desarrolladas, lo que no puede decirse en el caso de India.

Por otra parte, India parece más especializada que China en la exportación de servicios: el porcentaje que representan los servicios en las exportaciones totales es del 38% en India (siendo los principales los relacionados con la tecnología de la información y los servicios que ésta facilita), en comparación con menos del 9% en China. No obstante, en términos absolutos, China sigue exportando más servicios que India. El transporte, incluido el transporte marítimo, es una de las principales exportaciones de China a este respecto, lo que probablemente refleje actividades relacionadas con su papel de centro manufacturero en Asia.

3 GLOBALIZACIÓN Y AJUSTE INTERNO EN LA ZONA DEL EURO

Esta sección se centra en tres aspectos clave del ajuste macroeconómico interno en la zona del euro, a saber, la influencia de la globalización en la productividad, los mercados de trabajo y los precios.

GLOBALIZACIÓN Y PRODUCTIVIDAD DE LA ZONA DEL EURO

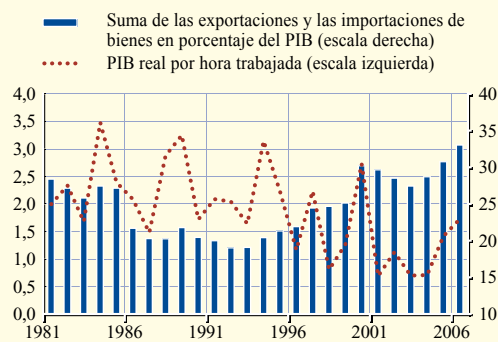
En principio, la globalización está llamada a desempeñar un papel importante incrementando la productividad de la zona del euro facilitando la transmisión de la productividad total de los factores a todas las economías y estimulando la innovación para dar respuesta a las presiones de la competencia. En concreto, se espera que la globalización estimule la productividad a través de tres cauces principalmente. En primer lugar, podría contribuir a la transferencia de tecnología, tanto a través de los flujos de factores de producción (movimientos transfronterizos de bienes de capital y de mano de

obra) como a la transferencia de productividad de múltiples factores (por ejemplo, la convergencia de las técnicas de gestión con las normas sobre prácticas óptimas). En segundo lugar, las presiones de la competencia internacional que lleva asociadas la globalización podrían alentar a las empresas a ser más innovadoras para mantener su presencia en los mercados. En tercer lugar, la globalización podría traer consigo un incremento de la productividad media de la economía, tanto a través de una composición más productiva de las empresas como de la posibilidad de que éstas aumenten la escala de sus operaciones. A este respecto, la globalización también ofrece mayores oportunidades para que la zona del euro se concentre en esferas de mayor ventaja comparativa.

Si bien los argumentos antes expuestos conllevan un aumento de la productividad a través de la globalización, se ha observado un descenso general en la tasa de crecimiento de la productividad agregada de la zona del euro, a pesar de una creciente y sostenida apertura internacional, aunque en la desaceleración de la productividad podrían haber

Gráfico 3 Crecimiento de la productividad laboral por hora y apertura al comercio exterior en la zona del euro

(en porcentaje; tasas de variación interanual)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat y AMECO.
Nota: La apertura al comercio exterior se define aquí como la suma de las exportaciones nominales a países no pertenecientes a la zona del euro y de las importaciones nominales procedentes de esos países, expresada como porcentaje del PIB.

desempeñado un papel importante otros factores ajenos a la globalización. El crecimiento de la productividad laboral por hora se redujo de una media del 2,3% en el período 1985-1995 a una media del 1,3% en el período 1996-2006, mientras que la apertura al exterior registró un significativo aumento (véase gráfico 3). Análogamente, la contribución de la productividad total de los factores al crecimiento del PIB se redujo de una tasa media de crecimiento interanual del 0,9% en el período 1980-1995 al 0,2% en el período 1995-2004.

Analizando la dimensión por sectores de esta evolución de la productividad agregada se obtiene una imagen más matizada. De hecho, en los trabajos empíricos se subraya la existencia de una relación positiva entre la apertura y la productividad en el sector manufacturero en varios países⁸. Estudios realizados a nivel de empresa indican que los canales a través de los cuales cabría esperar un aumento de la productividad en respuesta a la apertura —concretamente los efectos de propagación de la tecnología y el aumento de la competencia— constituyen un importante mecanismo de transmisión de esos aumentos⁹.

Al comparar, en cifras agregadas, el débil crecimiento de la productividad de la zona del euro con

la de Estados Unidos en los diez últimos años, se observa que las tendencias divergentes en el crecimiento de la productividad del trabajo en los últimos años reflejan, principalmente, la evolución de varias ramas concretas del sector servicios, como el comercio minorista, el comercio mayorista y algunos servicios financieros, en las que el bajo crecimiento de la productividad de la zona del euro contrasta con los fuertes aumentos registrados en Estados Unidos¹⁰. De esto se deduce que la competencia, posiblemente asociada a la globalización, ha estimulado la productividad en Estados Unidos y, al mismo tiempo, parece señalar un déficit de productividad para la zona del euro en su conjunto, concretamente, en actividades que también pueden caracterizarse por estar más protegidas frente a las presiones de la competencia internacional. Además, las rigideces estructurales de algunos sectores podrían haber contribuido a frenar los efectos beneficiosos de la globalización. En este sentido, las políticas proteccionistas, así como las rigideces que afectan a los mercados de productos y de trabajo, podrían haber impedido que, en la zona del euro, se materializasen los posibles aumentos de productividad.

LA GLOBALIZACIÓN Y LOS MERCADOS DE TRABAJO DE LA ZONA DEL EURO

El impacto de la globalización en los mercados de trabajo de la zona del euro puede caracterizarse por la interacción de dos grandes mecanismos: uno relacionado con un canal de asignación, en la medida en que la globalización contribuye a modificar la composición del empleo por sectores, ocupación y cualificaciones, y otro en virtud del cual, la mayor actividad resultante de la globalización eleva la demanda de todo tipo de trabajadores. Por lo que respecta al pri-

8 Véase, por ejemplo, H. Badinger, «Market size, trade, competition and productivity: evidence from OECD manufacturing industries», *Applied Economics*, n.º 39(17), 2007.

9 Véase G. Ottaviano, D. Taglioni y F. di Mauro, «Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, eastern enlargement and competitiveness in the European Union», documento presentado en la conferencia del BCE sobre globalización y macroeconomía, julio del 2007, y R. Baldwin, H. Braconier y R. Forslid, «Multinationals, endogenous growth, and technological spillovers: Theory and evidence», *Review of International Economics*, 13(5), 2005, pp. 945-63.

10 Véase, por ejemplo, R. Gomez-Salvador, A. Musso, M. Stocker y J. Turunen, «Labour productivity developments in the euro area», Occasional Paper n.º 53 del BCE, octubre del 2006.

mer canal, según la teoría estándar del comercio, en las economías industrializadas, el cambio de especialización —dada la dotación relativa de factores o de tecnología— significaría, por una parte, un aumento de la demanda de trabajadores altamente cualificados; por otra, el incremento de la competencia de las importaciones debería traducirse en un descenso de la demanda de trabajadores poco cualificados. La globalización podría producir un cambio en la composición de la demanda de mano de obra y cambios en la remuneración, incluso dentro de grupos homogéneos en cuanto a la cualificación, debido, en particular, a las variaciones de la oferta mundial de mano de obra, combinadas con las mayores posibilidades de fragmentación de la producción. Es evidente que las rigideces presentes en la economía pueden prolongar el movimiento de trabajadores desde las actividades en declive hacia las que se encuentran en expansión¹¹.

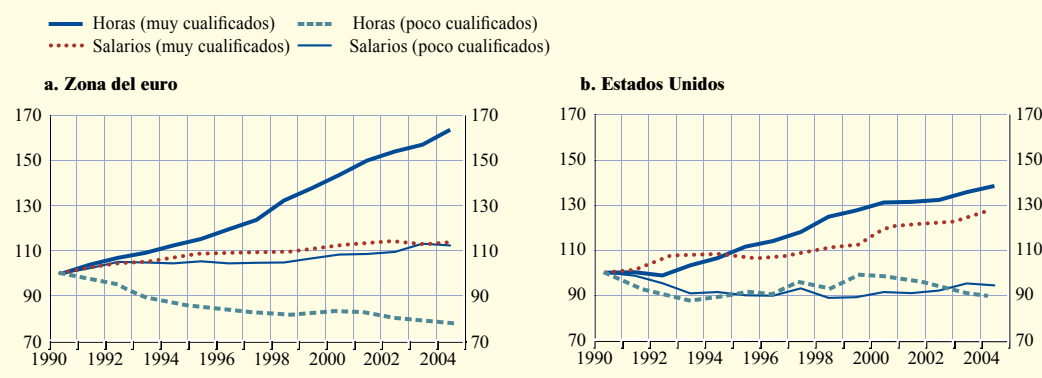
El impacto de la globalización en los mercados de trabajo de la zona del euro parece haberse manifestado, principalmente, en forma de redistribución del empleo entre las distintas categorías de sectores, ocupaciones y cualificaciones. En particular, el aumento de las actividades extraterritoriales que caracteriza la reciente fase de globalización se ha asociado comúnmente a un sesgo en la demanda de mano de obra hacia los trabajadores cualificados (véase gráfico 4), probablemente en interacción con otras causas de

cambios, relacionadas con el mismo tipo de sesgos, por ejemplo, el rápido cambio tecnológico¹². En la zona del euro, el ajuste de la demanda de trabajo se ha traducido, principalmente, en una discrepancia en el crecimiento del número de horas trabajadas, de acuerdo con una clasificación de las cualificaciones basada en los niveles educativos, ya que los salarios reales de estos trabajadores cualificados muestran pocas diferencias en toda esta categorización de cualificaciones¹³. Ello contrasta con el caso de Estados Unidos, donde los salarios han tendido a mostrar una diferenciación más clara según las categorías de cualificación y donde, por consiguiente, puede amortiguarse el

- 11 Los flujos migratorios podrían contribuir a facilitar esos ajustes y, de hecho, se observan signos de creciente aumento de las migraciones a la zona del euro con una combinación de capacidades heterogénea, que depende del origen geográfico de los emigrantes (véase F. Heinz y M. Ward-Warmedinger, «Cross-border labour mobility within an enlarged EU», Occasional Paper n.º 52 del BCE, octubre del 2006).
- 12 Para más información sobre la evolución de las tendencias en materia de deslocalización en las economías industrializadas, véase, por ejemplo, R. Feenstra, «Globalization and its impact on labor», Global Economy Lecture, Vienna Institute for International Economic Studies, febrero del 2007, y R. Baldwin, «Globalisation: the great unbundling(s)», documento preparado para la Oficina de la Presidencia del Gobierno de Finlandia, Consejo Económico de Finlandia, como parte de la Presidencia de la UE, 2006.
- 13 Las clasificaciones de conocimientos basadas en la educación presentan algunas limitaciones, sobre todo, porque podrían verse afectadas no sólo por el contenido en conocimientos del trabajo en cuestión, sino también por los cambios en la estructura de niveles educativos.

Gráfico 4 Horas trabajadas y salario hora real por cualificaciones basadas en el nivel educativo

(índices: 1990 = 100)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de EU Klems.

Notas: Los salarios se deflactan utilizando los precios industriales. Los datos sobre cualificaciones se han obtenido a partir de datos nacionales sobre nivel educativo; se entiende por muy cualificados los titulados universitarios, mientras que se clasifican como poco cualificados los trabajadores con educación primaria y/o secundaria (dependiendo del país). Los datos se refieren al conjunto de la economía, es decir, sector manufacturero más servicios.

Cuadro 2 Empleo en la zona del euro

(millones)

	1996	2006	Variación 1996-2006
Total	123,6	140,6	17,0
Industria	34,5	35,0	0,5
Industria excluida construcción	25,4	24,5	-0,9
Construcción	9,1	10,5	1,4
Servicios	81,5	98,9	17,4
Comercio y transporte	30,3	35,1	4,8
Servicios financieros y empresariales	15,0	21,6	6,7
Otros servicios	36,2	42,1	6,0
Agricultura	6,7	5,8	-0,9

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

impacto a la baja de la demanda de trabajadores menos cualificados. La evidencia empírica sobre la zona del euro sugiere un aumento de la elasticidad del trabajo respecto a los salarios reales en los últimos tiempos, en particular en las ocupaciones que tradicionalmente requieren menor cualificación, lo que confirma la existencia de presiones más intensas sobre el empleo en estos sectores¹⁴. Ello pone de manifiesto que a la zona del euro le beneficiaría una mayor flexibilidad de los salarios reales, ya que la evidente falta de flexibilidad de los salarios reales de los trabajadores menos cualificados podría haber contribuido a socavar el crecimiento del número de horas trabajadas en este grupo. Al mismo tiempo, esto último podría significar una necesidad más general de elevar los niveles de cualificación en la zona del euro¹⁵.

Pese a la falta de diferenciación salarial entre las distintas categorías de cualificación, la globalización podría haber sido uno de los factores que han contribuido a la reciente y generalizada moderación de los salarios dentro de la zona del euro (por ejemplo, a través de la inmigración, la deslocalización o la amenaza de deslocalización). A su vez, esta moderación de los salarios podría haber facilitado los grandes aumentos del empleo observados en los últimos años en la zona del euro, especialmente en los sectores de servicios (véase cuadro 2).

De hecho, atribuir las pérdidas brutas de empleo en algunos segmentos del mercado de trabajo a la globalización puede ocultar posibles ganancias netas en

el empleo, ya que el proceso alienta movimientos de empleo dentro de cada sector y entre unos sectores y otros hacia actividades más productivas en las que la zona del euro presenta una ventaja comparativa. Los datos de las encuestas sugieren que las pérdidas de empleo asociadas a la deslocalización han sido limitadas como proporción de las pérdidas brutas de empleo en la economía de la zona del euro¹⁶. Y lo que es más importante, las pérdidas de empleo en la industria (excluida la construcción) se han compensado con aumentos en otros sectores, en particular, en el sector servicios (véase cuadro 2). Sin embargo, en conjunto, es difícil separar los efectos de la globalización de lo que parece ser una caída constante del empleo en el sector manufacturero, habida cuenta del cambio estructural hacia el sector servicios, por una parte, y, por otra, de los cambios tecnológicos y estructurales en los mercados laborales

LA GLOBALIZACIÓN Y LOS PRECIOS DE LA ZONA DEL EURO

La globalización podría entrañar algunos efectos sobre la inflación de precios de consumo, así como sobre los precios relativos en el corto plazo, a través de dos mecanismos, principalmente, aunque la política monetaria podría, en última instancia, determinar la inflación en horizontes más largos. En primer lugar, cabría esperar un efecto directo sobre los precios relativos, ya que la globalización contribuye tanto al descenso de algunos precios, dado que los precios de importación de las manufacturas procedentes de los países de bajos costes son más bajos (recuadro 2) como al aumento de otros a través del incremento de la demanda mundial de, entre otras cosas, energía u otras materias primas provenientes de mercados emergentes. Estos movimientos de los precios relativos podrían tener un impacto agregado a corto plazo sobre el IAPC, bien en la medida en que dichos movimientos sean considerables o en la

14 Véase G. Pula y F. Skudelny, «The impact of rising imports from low-cost countries on euro area prices and labour markets – some preliminary findings», documento presentado en la conferencia del BCE sobre globalización y macroeconomía, julio del 2007, y M. Molnar, N. Pain y D. Taglioni, «The internationalisation of production, international outsourcing and OECD labour markets», documento de trabajo n.º 561, del Departamento de Economía de la OCDE, 2006.

15 Véase también FMI, «Globalización y desigualdad», Perspectivas de la Economía Mundial, octubre del 2007, pp. 36-65.

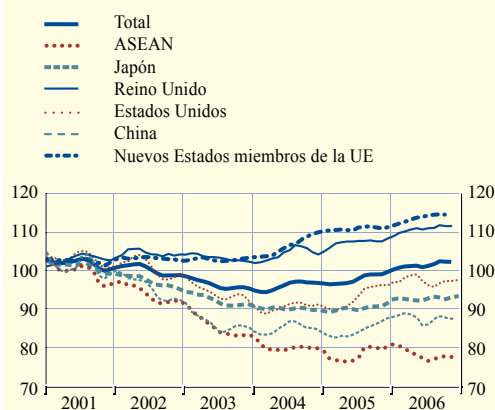
16 Véase NTC Economics, «Special focus chapter on outsourcing», April 2007.

medida en que las fricciones del ajuste y la información imperfecta conlleven un impacto prolongado. En segundo lugar, el aumento de las presiones competitivas asociado a la globalización podría constituir un cauce indirecto que afectaría a los precios, ya que contribuyen a reducir los márgenes de precios y costos de las empresas o a modificar las elasticidades-precio y, por ende, ejercen un efecto moderador en la inflación. Si bien este potencial para aumentar la elasticidad de los precios de las empresas en relación con los costes marginales supondría un fortalecimiento de la relación entre la inflación y los indicadores del margen de capacidad interna no utilizada (lo que se conoce normalmente como pendiente de la curva de Phillips), podría argumentarse igualmente que, en un entorno cada vez más globalizado, los indicadores de capacidad mundiales no utilizada, además de los correspondientes indicadores internos, podrían desempeñar un papel en el proceso de inflación interno.

Examinando la evolución reciente de los precios de importación en la zona del euro se observa que el aumento de las importaciones procedentes de países de bajos costes presiona a la baja sobre los precios de importación del sector manufacturero de fuera de la zona en el período 1995-2004. Ello se debe, principalmente, a la creciente participación de los países de bajos costes en las importaciones de la zona del euro, combinada con los precios relativamente más bajos de las importaciones procedentes de esos países. Basándose en los datos desagregados, tanto por sectores como por países durante el período antes mencionado, se estima que los niveles de los precios de importación de la zona del euro (aproximados por los índices absolutos de valor unitario) de los bienes procedentes de China y los nuevos Estados miembros de la UE son, en promedio, sensiblemente más bajos que los precios de las importaciones provenientes de los países más industrializados como Estados Unidos, Japón o el Reino Unido¹⁷. En general, se estima que el aumento de la penetración de importaciones procedentes de los países de bajos costes podría haber moderado los precios de importación de manufacturas en la zona del euro aproximadamente en 2 puntos porcentuales por año durante este período, Un efecto casi igual al que representan China y los nuevos Estados miembros de la UE¹⁸. La mayoría de este impacto a la baja se debe a un «efecto de participación», que recoge el impacto a la baja sobre los precios de importación del au-

Gráfico 5 Precios de las importaciones del sector manufacturero de la zona del euro procedentes de algunos países y regiones

(índices de valor unitario en euros: I 2001 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

mento de la cuota de importación de los países de bajos costes, combinado con el nivel de precios relativamente más bajo de los proveedores de importaciones de bajo coste. Existe un segundo impacto a la baja, de menor cuantía, debido a los diferenciales de crecimiento de los precios de importación entre los diferentes proveedores de importaciones (el «efecto precio»), que capta el impacto de las tasas más bajas de inflación de los precios de consumo de los países de bajos costes en relación con los países de altos costes durante el período¹⁹.

Más recientemente, aunque los precios de las importaciones de la zona del euro procedentes de China todavía parecen, en general, moderados (también, en parte, como resultado de las fluctuaciones del tipo de cambio), ciertas presiones al alza de los precios de importación podrían tener su origen en los nuevos Estados miembros de la UE (gráfico 5 y recuadro 2). En última instancia, el impacto de semejante evolución de los

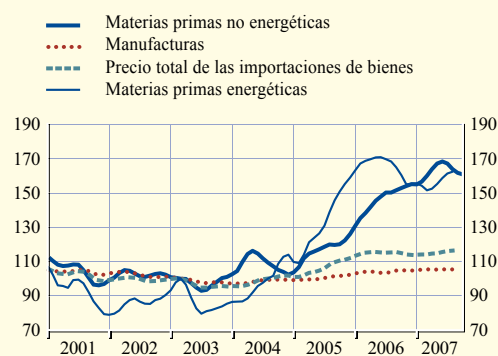
17 Este cálculo hay que considerarlo con cautela; concretamente, el hecho de que los índices de valor unitario no tengan en cuenta los cambios en la calidad puede afectar a la exactitud de los resultados.

18 Para más información, véase el recuadro titulado «Efectos de la mayor integración de los países con costes bajos en los precios de importación de la zona del euro» en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2006.

19 Este cálculo se basa en la metodología utilizada por S. B. Kamin, M. Marazzi y J. W. Schindler en «Is China exporting deflation?», International Finance Discussion Paper n.º 791 del Comité de Gobernadores de la Reserva Federal, 2004. Para más información, véase el recuadro 6 del Boletín Mensual del BCE de agosto del 2006.

Gráfico 6 Precios de las importaciones procedentes de fuera de la zona del euro por productos

(índices: I 2003 = 100; medias móviles de tres meses)



Fuentes: BCE, HWWI y Eurostat.

Notas: La última observación corresponde a julio del 2007, salvo la relativa a las materias primas no energéticas (octubre del 2007). Todos los precios se expresan en euros.

precios de importación del sector manufacturero depende de la medida en que se compensen con el crecimiento sostenido de las cuotas de importación de estos países en la zona del euro, combinado con sus precios más bajos.

La experiencia reciente de la zona del euro indica que las importaciones de los países de bajos costes han afectado a los precios relativos internos en los diez últimos años, aunque la presión a la baja sobre los precios de los bienes manufacturados contrastara con un fuerte incremento de los precios de las materias primas (gráfico 6). Estudios empíricos, en los que se estima el efecto sobre los precios relativos utilizando datos de diversos países de la UE correspondientes a varios sectores, sugieren un impacto neto a la baja de la apertura

al comercio que se sitúa, en promedio, entre cero y 1 punto porcentual en lo que respecta a la inflación interanual de la zona del euro medida por los precios industriales, y un impacto neto a la baja de entre cero y 0,3 puntos porcentuales, en promedio, (dependiendo de que se incluya el impacto de los precios de las materias primas) sobre la inflación interanual medida por los precios de consumo durante el período de cinco a diez años anterior al 2005²⁰. Este efecto se debe, principalmente, al aumento de la participación de los países de bajos costes en la cesta de importaciones de la zona del euro, que se compensó, al menos en parte, con incrementos de los precios de las materias primas (como la energía y los alimentos) en el contexto del aumento de las presiones de la demanda mundial²¹.

La evidencia sobre el papel que desempeñan las presiones de la competencia internacional en la compresión de los márgenes de las empresas es ambivalente. Por una parte, los modelos teóricos predecirían que los efectos pro-competencia contribuyen a reducir esos márgenes en la medida en que las empresas nacionales compiten con las internacionales. Por otra parte, a juzgar por la elevada rentabilidad que registran actualmente las empresas, cabría pensar que los márgenes no han sufrido ninguna compresión a nivel agregado. La evidencia empírica es bastante limitada, debido a la naturaleza compleja del proceso de formación de los márgenes y a problemas de medición.

20 Véase, por ejemplo, N. Pain, I. Koske y M. Sollie, «Globalisation and inflation in the OECD economies», OECD Economics Department Working Paper n.º 52, 2006, y Pula y Skudelny, loc. cit.

21 Véase un análisis reciente del aumento de los precios de los alimentos en la zona del euro en el recuadro 4 del Boletín Mensual de diciembre del 2007.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS PRESIONES DE PRECIOS PROVENIENTES DE LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE Y DE LAS GRANDES ECONOMÍAS EMERGENTES

Excluida Eslovenia, que se incorporó a la zona del euro en enero del 2007, los once Estados miembros que ingresaron en la UE en los años 2004 y 2007 (UE11) y las economías emergentes desempeñan un papel cada vez más destacado como socios comerciales de la zona del euro. La proporción de las importaciones de la zona del euro que representan las once economías de la UE11 se ha situado en torno al 11% en los últimos años. De la misma manera, China representaba alrededor del 10% de las importaciones de bienes de la zona del euro en el 2006, mientras que, en el caso de India, el porcentaje era ligeramente superior al 1% (véase recuadro 1). La evolución de los precios y los costes en estas economías afecta a los precios de importación de la zona del euro y, a su vez, repercute en la evolución general de la inflación de la zona. A continuación, se examina la evolución reciente de los precios y los costes en los países de la UE11, así como en dos de las economías emergentes más grandes —China e India— para evaluar la existencia de riesgos potenciales en materia de inflación provenientes de estas dos regiones.

En la evolución de la inflación en las economías de la UE11 han influido notablemente los ajustes de los precios administrados, los cambios en los impuestos indirectos y las tendencias de la demanda. Al mismo tiempo, considerando las cuatro economías más grandes de la UE11 (la República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia) como una submuestra representativa de la UE11 en su conjunto, la integración del comercio internacional parece haber coadyuvado, en los últimos años, al proceso de desinflación que han registrado estos países a través de una contribución decreciente de los precios industriales al IAPC general. Esta menor contribución refleja probablemente, entre otros factores, el impacto de la mayor competencia exterior y la mayor disponibilidad de bienes más baratos procedentes de otros países. Por lo que respecta a la evolución de los costes, si bien la remuneración por asalariado ha crecido en las economías de la UE11 a un ritmo notablemente más rápido que en la zona del euro en los últimos años, los aumentos salariales han venido acompañados, en la mayoría de los casos, por incrementos significativos de la pro-

Cuadro A Precios de exportación

(tasas de variación interanual)

	2003	2004	2005	2006
Bulgaria	-0,2	6,4	7,3	11,9
República Checa	0,1	2,7	-2,4	-0,7
Estonia	1,2	1,0	3,4	9,6
Chipre	-0,2	4,1	2,8	1,5
Letonia	8,6	11,0	10,3	9,2
Lituania	-0,7	7,3	7,9	5,2
Hungría	0,1	-1,1	-0,3	6,5
Malta	-1,1	-1,8	5,3	8,3
Polonia	6,2	8,3	-2,6	2,3
Rumanía	17,9	13,4	-0,9	5,7
Eslovaquia	1,5	1,8	-1,9	2,2
UE11 ¹⁾	4,9	6,0	-0,8	3,5
Zona del euro	-1,3	1,2	2,6	2,7

Fuente: Eurostat.

1) Media ponderada de los países indicados, utilizando ponderaciones del PIB.

Cuadro B Costes laborales unitarios

(tasas de variación interanual)

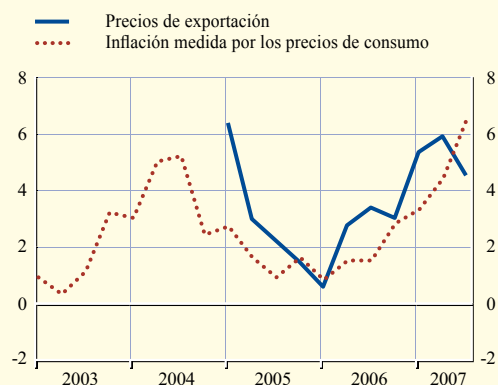
	2003	2004	2005	2006
Bulgaria	3,0	1,0	2,4	4,5
República Checa	3,6	1,5	-0,6	1,7
Estonia	5,6	3,0	2,5	8,1
Chipre	9,5	1,6	1,3	0,1
Letonia	5,6	6,4	15,2	14,0
Lituania	0,9	3,3	5,9	8,8
Hungría	6,4	6,6	3,1	.
Malta	6,0	0,5	0,2	0,5
Polonia	-3,2	-2,1	0,3	.
Rumanía	16,0	7,7	.	.
Eslovaquia	5,6	3,2	0,5	1,2
UE11 ¹⁾	3,2	1,9	1,1	.
Zona del euro	1,8	1,0	1,2	1,1

Fuente: Eurostat.

Media ponderada de los países indicados, utilizando ponderaciones del PIB.

Gráfico A Precios de exportación y precios de consumo en China

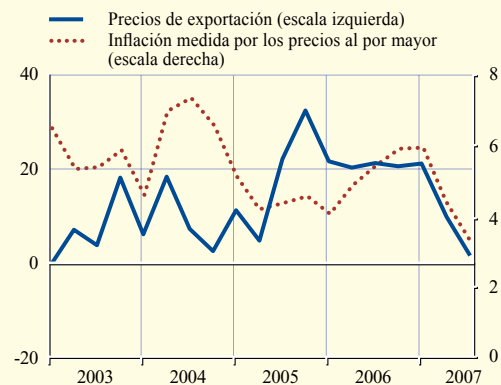
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Bloomberg, CEIC.
Nota: No hay datos disponibles sobre precios de exportación anteriores al primer trimestre del 2005.

Gráfico B Precios de exportación y precios al por mayor en India

(tasas de variación interanual)



Fuentes: CEIC, Bloomberg.

ductividad del trabajo. Ello ha contribuido a moderar el crecimiento de los costes laborales unitarios, especialmente en las economías más grandes de la UE11. No obstante, en los Estados bálticos, los incrementos de la productividad fueron insuficientes para evitar el fuerte aumento de dichos costes.

En este contexto, no se ha observado recientemente ninguna tendencia clara en la dinámica de los precios de exportación de la UE11, sino que cada país muestra un comportamiento más bien específico. Por consiguiente, sigue resultando difícil evaluar la futura transmisión de la evolución de los precios y los costes de los países de la UE11 a la zona del euro a través de los precios de exportación.

Por lo que respecta a las grandes economías emergentes, una característica digna de señalar tanto en el caso de China como en el de India es el significativo repunte que han experimentado recientemente las presiones inflacionarias internas. En China, la inflación medida por los precios de consumo (IPC) aumentó desde el 1% en julio del 2006 hasta el 6,9% en noviembre del 2007, la tasa más alta registrada en una década, debido, en gran medida, a la subida de los precios de los alimentos. En India, la inflación medida por los precios al por mayor —el principal indicador de inflación que utiliza el Banco de Reserva de India— alcanzó un máximo de más del 7% en febrero del 2007, pero volvió a situarse en torno al 3% en noviembre. Hay que considerar la posibilidad de que el aumento de las tasas de inflación internas se transmita a los salarios y, en última instancia, a los precios de exportación. A este respecto, el crecimiento de los precios de exportación ha aumentado en China en los últimos meses.

En última instancia, el impacto de esta evolución en los precios de importación del sector manufacturero de la zona del euro depende de la medida en que sean contrarrestados por el crecimiento sostenido de las cuotas de importación de estos países en la zona del euro, combinado con el hecho de que sus precios son más bajos.

También es limitada la evidencia general de que los indicadores mundiales de la posición cíclica de la economía desempeñen un papel cada vez más importante en el proceso de inflación de la zona del euro y de otras economías industrializadas. En conjunto, la mayoría de los estudios sugieren que el alcance cuantitativo de cualquiera de esos impactos sobre estas economías es todavía reducido o insignificante²². De hecho, otros factores, como la ejecución más eficiente de la política monetaria y su credibilidad, la disciplina fiscal y las reformas estructurales (y, coincidiendo en gran medida con esto, el menor número de perturbaciones macroeconómicas) podrían haber desempeñado un papel más importante en cualquier cambio observado en la relación entre la inflación y la situación de la demanda. Con todo, hay motivos para creer que, en un entorno de integración de los mercados, las condiciones de los mercados laborales nacionales afectan cada vez menos al mecanismo interno de fijación de precios, especialmente, si los factores de producción (capital y trabajo) tienen cada vez más movilidad.

4 CONCLUSIONES

Al calibrar el impacto de la globalización en los resultados externos de la zona del euro, parecería que la globalización ha incrementado la competencia de las exportaciones en los mercados mundiales y, al mismo tiempo, ha estimulado la demanda mundial y ha hecho aumentar el contenido en importaciones de las exportaciones. Por lo que respecta a las importaciones, la globalización ha venido acompañada en la zona del euro de un aumento en la cuota de importaciones de productos manufacturados provenientes de países de bajos costes, que también ha afectado a los precios de importación y, en general, a las presiones inflacionistas. No obstante, este impacto a la baja sobre la inflación se ha compensado, al menos en parte, con el aumento de la demanda de materias primas procedentes de los países de bajos costes, lo que se ha traducido en un incremento de los precios de importación de dichas materias.

Por lo que respecta a la globalización y el ajuste macroeconómico interno en la zona del euro, el

fenómeno de la globalización es difícil de aislar, habida cuenta de que es uno más de los diversos cambios estructurales actualmente en curso, como los cambios en la política económica, el cambio tecnológico y su difusión. A pesar de estas dificultades, sí es posible extraer algunas conclusiones para la productividad, los mercados de trabajo y los precios de la zona del euro. Si bien, a nivel agregado, no es posible discernir un impacto positivo de la globalización sobre la Productividad de la zona del euro, los estudios sectoriales apuntan a la existencia de una influencia favorable de esa naturaleza, evidente en general en las actividades más expuestas a las presiones de la competencia internacional. El impacto de la globalización en los mercados de trabajo de la zona del euro es más visible en términos de un sesgo de la demanda de mano de obra respecto a las cualificaciones, que apunta a un ajuste a la baja del número de horas trabajadas por los trabajadores menos cualificados y a un ajuste al alza de las horas trabajadas por los más cualificados, mientras que los salarios reales han mantenido tendencias bastante similares en ambos grupos de trabajadores. Al mismo tiempo, la reciente moderación de la evolución general de los salarios, en la que posiblemente haya influido la globalización, además de otros factores, podría haber contribuido al sólido crecimiento del empleo en la zona del euro, en particular, en el sector servicios. Aparte de estos posibles efectos sobre la productividad y los mercados de trabajo, la globalización podría haber incrementado el bienestar económico a través de otros cauces, como el abaratamiento de los productos y la disponibilidad de una gama más amplia donde elegir. Por lo que respecta al efecto sobre los precios, la creciente apertura al comercio exterior parece haber tenido un impacto a la baja sobre la evolución de los precios en el sector manufacturero, que se ha compensado, al menos en parte, con una presión al alza pro-

22 Concretamente, los resultados empíricos de la existencia de una importante brecha de producto a escala mundial en las relaciones de la curva de Phillips, que señalan C. Borio y A. Filardo en «Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation», Banco de pagos Internacionales, 2007, contrastan con las conclusiones de J. Ihrig, S. Kamin, D. Lindner y J. Marquez en «Some simple tests of the globalization and inflation hypothesis», International Finance Discussion Paper n.º 891 del Comité de Gobernadores de la Reserva Federal, abril 2007, que no les asignan un papel importante.

veniente de los precios de las materias primas, como consecuencia del sólido aumento de las importaciones de este tipo de productos por parte de los mercados emergentes. Al mismo tiempo, hay evidencia ambivalente de una notable compresión en los márgenes de las empresas de la zona del euro en respuesta a la globalización, mientras que la evidencia de que los indicadores mundiales del margen no utilizado de la capacidad productiva influya de forma clara en el proceso de inflación a nivel interno sigue siendo limitada.

Sintetizando los impactos internacionales e internos de la globalización en la zona del euro, un mensaje clave que se destaca es el papel crucial de las políticas estructurales para cosechar los posibles beneficios y facilitar el ajuste a la globalización. Las reformas estructurales apropiadas siguen siendo especialmente importantes de cara a estimular la competencia de la zona del euro. Entre otras, cabe señalar, en particular, las políticas que apoyan la educación, la investigación y la innovación y facilitan un ajuste económico suave en un entorno dinámico. La globalización implica, asimismo, una necesidad de buscar nuevos aumentos de eficiencia en la ejecución de la política fiscal. De forma más general, para poder seguir beneficiándose de la globalización en el futuro, es importante continuar fomentando la apertura internacional en los mercados de bienes, servicios y trabajo y en los mercados financieros, y luchar contra el proteccionismo. En cuanto a la política monetaria en una fase de intensificación de la globalización, es necesario realizar un activo seguimiento de los posibles cambios que afecten al proceso de inflación. Al mismo tiempo, la mejor forma de facilitar un ajuste eficiente es centrar la atención en la estabilidad de precios y seguir anclando las expectativas de inflación para hacer frente a las considerables perturbaciones de los precios relativos.

EXPERIENCIA DEL EUROSISTEMA EN LA PREDICCIÓN DE LOS FACTORES AUTÓNOMOS Y DEL EXCESO DE RESERVAS

ARTÍCULOS

Experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas

El cumplimiento del coeficiente de reservas mínimas del Eurosistema, junto con las previsiones de los factores autónomos y del exceso de reservas, sirve de base para determinar la liquidez a ofrecer a través de las operaciones de mercado abierto y, por ende, para orientar los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo hacia un nivel próximo al tipo mínimo de puja en las operaciones principales de financiación decididas por el Consejo de Gobierno. En el presente artículo se analizan las características de los factores autónomos y del exceso de reservas, los procedimientos de predicción del Eurosistema y los correspondientes errores de predicción. Desde la perspectiva de la gestión de la liquidez del Eurosistema, los factores autónomos individuales más importantes, en términos de magnitud y variabilidad, son los billetes en circulación y los depósitos de las Administraciones Públicas. Aunque las fluctuaciones de los factores autónomos y del exceso de reservas no se mantienen estables a lo largo del tiempo (especialmente al final del año), lo que puede dar lugar, ocasionalmente, a mayores errores de predicción (valores erráticos), el artículo muestra que, en general, con la metodología de predicción utilizada se obtienen estimaciones no sesgadas de las necesidades de liquidez del sistema bancario.

I INTRODUCCIÓN

Para determinar el importe a adjudicar en las operaciones principales de financiación y en las operaciones de ajuste, el Banco Central Europeo (BCE) toma en consideración una previsión de las necesidades de liquidez del sector bancario, habitualmente en un horizonte temporal de hasta una semana. Estas necesidades de liquidez proceden de tres fuentes distintas: las exigencias de reservas, el exceso de reservas y los factores autónomos. Mientras que las exigencias de reservas se determinan con un alto grado de precisión al inicio del período de mantenimiento, las previsiones del exceso de reservas y de los factores autónomos están sujetas a un cierto margen de error en el horizonte semanal. Los factores autónomos incluyen aquellas partidas del balance del Eurosistema que no son instrumentos de política monetaria. El exceso de reservas se define como la diferencia media entre los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito y sus exigencias de reservas.

Si las necesidades de liquidez han sido subestimadas, ello significa que el BCE ha adjudicado fondos insuficientes en las operaciones de mercado abierto. Especialmente en la última semana del período de mantenimiento, cuando a las entidades de crédito les queda escaso margen para cumplir las exigencias de reservas, el diferencial entre los tipos de interés del

mercado monetario a corto plazo y el tipo mínimo de puja puede incrementarse. Por el contrario, cuando las necesidades de liquidez han sido sobreestimadas, el mencionado diferencial puede disminuir. Por consiguiente, cuanto más precisas sean las previsiones de los factores autónomos y del exceso de reservas, más fácil le resultará al BCE calibrar sus operaciones de mercado abierto y cumplir el objetivo de orientar los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo hacia el tipo de interés oficial, es decir, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación.

Es particularmente importante que las previsiones de liquidez del Eurosistema no estén sesgadas desde un punto de vista estadístico y que esto sea conocido por los participantes en el mercado. Si las necesidades de liquidez del sector bancario se subestiman de forma sistemática, el BCE adjudicará regularmente fondos insuficientes en las operaciones de mercado abierto y los participantes en el mercado recurrirán con frecuencia a la facilidad marginal de crédito para satisfacer sus necesidades de liquidez, con lo que los tipos de interés del mercado monetario a muy corto plazo tenderán a acercarse al tipo de interés de la facilidad marginal de crédito. En cambio, una sobreestimación sistemática de las necesidades de liquidez de las entidades de crédito originará un descenso hacia el tipo de interés de la facilidad de depósito.

En el presente artículo se analizan las principales características de los factores autónomos y del exceso de reservas y se evalúa el sesgo de las previsiones de liquidez del Eurosistema. Para el análisis estadístico de los errores de predicción se utiliza el período enero 2003-octubre 2007, a fin de excluir los efectos del cambio de moneda del año 2002. En la segunda sección se estudia la magnitud, la variabilidad y la fiabilidad de las previsiones de los distintos factores autónomos incluidos en el balance del Eurosistema. En las secciones tercera y cuarta se describen las características de los errores de predicción de los factores autónomos agregados y del exceso de reservas, respectivamente. En la quinta sección se examinan las estadísticas de errores para el mismo día de la previsión total de liquidez, es decir, la suma de los errores de predicción de los factores autónomos agregados y del exceso de reservas, en el último día del período de mantenimiento. Esta previsión, junto con su fiabilidad, es fundamental para determinar la operación de ajuste que ha de realizarse al final del período y para controlar el tipo de interés interbancario a un día durante el período de mantenimiento. En la sexta sección se presentan las conclusiones.

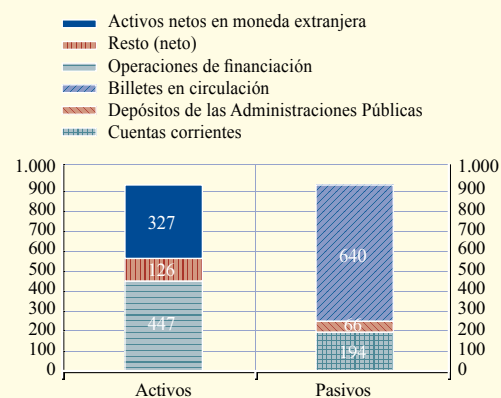
2 FACTORES AUTÓNOMOS

2.1 DESCRIPCIÓN GENERAL

Tal y como se indicaba anteriormente, los factores autónomos agregados generan una necesidad de liquidez al sistema bancario, dado que tienen un efecto neto de absorción de liquidez. Sin embargo, los factores autónomos individuales pueden tener un efecto tanto de inyección como de absorción de liquidez, dependiendo del lado del balance del banco central en el que aparecen. El aumento de un factor autónomo por el lado del activo supone, en igualdad de condiciones, una inyección de liquidez, al reflejar el hecho de que el banco central ha adquirido activos a cambio de liquidez (es decir, saldos en cuentas corrientes), reduciendo así la necesidad de las entidades de crédito de obtener liquidez mediante operaciones de financiación para cumplir sus exigencias de reservas. Por el contrario, el aumento de un factor autónomo por el lado del pasivo supone una absorción de liquidez, al reflejar el hecho de que el siste-

Gráfico 1 Balance simplificado del Eurosistema al 30 de octubre de 2007

(mm de euros)



Fuente: BCE.

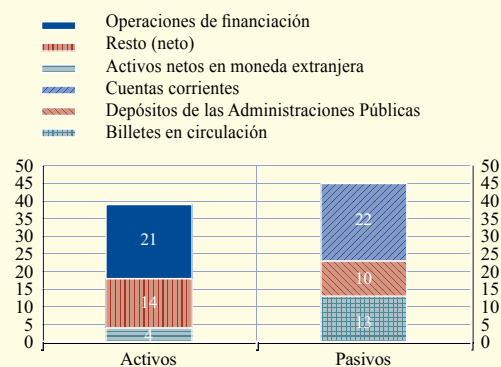
ma bancario ha adquirido un activo frente al banco central a cambio de reducir sus saldos en cuentas corrientes, que han de reponerse mediante un aumento de las operaciones de financiación.

El balance simplificado del Eurosistema que se presenta en el gráfico 1 incluye cuatro factores autónomos: «depósitos de las Administraciones Públicas», «billetes en circulación», «activos netos en moneda extranjera» y «resto (neto)». Los depósitos de las Administraciones Públicas y los billetes en circulación son los factores autónomos que absorben la mayor cantidad de liquidez, mientras que los activos netos en moneda extranjera son el factor autónomo que inyecta el mayor volumen de liquidez. Las operaciones de financiación constituyen la partida más abultada del activo del balance, que el BCE ajusta al total de factores autónomos más exigencias de reservas y exceso de reservas, a fin de mantener los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo en un nivel próximo al tipo mínimo de puja. El «resto (neto)» es un residuo neto que representa los tres factores autónomos menos importantes que figuran en ambos lados del balance (véase más abajo).

Los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas y el resto de factores (neto)

Gráfico 2 Desviación típica de las principales partidas del balance para el 2007

(mm de euros)



Fuente: BCE.

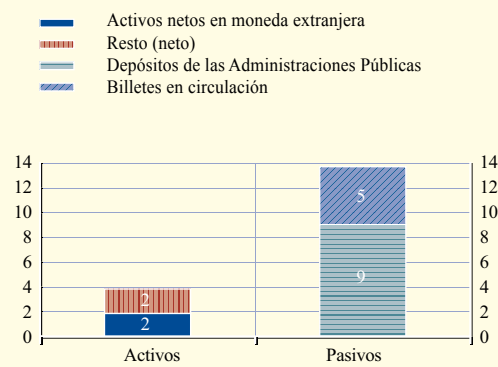
Nota: La suma total de las desviaciones típicas del activo del balance simplificado no se corresponde con la del pasivo, debido a la falta de linealidad y de correlación entre varias partidas.

muestran una variación considerable (véase gráfico 2). Pese a su magnitud, los activos netos en moneda extranjera sólo experimentan ligeras fluctuaciones, mientras que el resto de factores (neto) y los depósitos de las Administraciones Públicas registran fluctuaciones relativamente importantes, en relación con su tamaño.

Diariamente se realiza una previsión de los factores autónomos hasta el final del período de mantenimiento en curso o, al menos, en el horizonte de las dos semanas siguientes. El procedimiento de predicción está generalmente descentralizado, en el sentido de que los bancos centrales nacionales (BCN) proporcionan una previsión de los factores autónomos incluidos en sus balances y el BCE agrega todas las previsiones nacionales para obtener una previsión de la zona del euro. En este proceso se emplean distintos métodos (modelos econométricos, valoraciones de expertos e información específica sobre los flujos de caja resultantes de determinadas transacciones), teniendo en cuenta las características de los factores individuales que se describen a continuación. Además de este procedimiento descentralizado, se utiliza un modelo estructural centralizado de series temporales para los billetes en circulación¹.

Gráfico 3 Fiabilidad de la predicción de los factores autónomos (medida como la desviación típica del error de predicción acumulado en un horizonte de ocho días)

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: El error de predicción acumulado se refiere a la suma de las diferencias entre esta predicción y el valor realizado cada día de la semana (de una adjudicación a otra).

Aunque las considerables variaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los billetes en circulación se asocian también a importantes errores de predicción (véase gráfico 3), no ocurre lo mismo con el resto de factores (neto), que presenta reducidos errores de predicción, de la misma magnitud que los que se observan en las previsiones de los activos netos en moneda extranjera.

Estas estadísticas muestran que los depósitos de las Administraciones Públicas y los billetes en circulación son, con mucho, los factores autónomos más significativos para la gestión de la liquidez del Eurosistema y los que causan las fluctuaciones más pronunciadas y los mayores errores de predicción de las necesidades de liquidez. Los saldos de los activos netos en moneda extranjera y de la partida de «resto (neto)» son relativamente importantes, no obstante presentan escasa variabilidad y limitados errores de predicción.

¹ El modelo es aplicado a la serie temporal agregada de billetes del Eurosistema. Componentes como la tendencia y la estacionalidad son analizados (véase subsección siguiente). Los componentes estacionales comprenden los efectos intra-anales, los efectos intramensuales y los efectos de calendario móviles y fijos. La predicción del modelo estructural de series temporales y las predicciones descentralizadas de los BCN se combinan, teniendo en cuenta los resultados más recientes de ambos modelos, así como las valoraciones de los expertos. La estimación del modelo se realiza en la forma de estado-espacio, utilizando la técnica del filtro de Kalman.

Gráfico 4 Evolución de los billetes en circulación

(mm de euros)

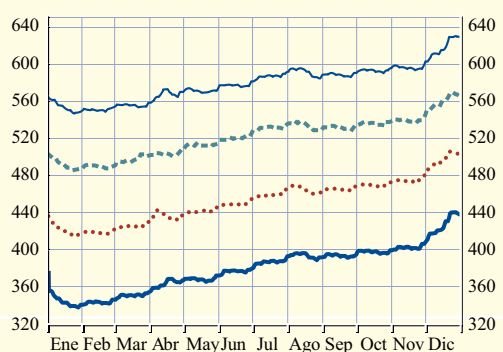


Fuente: BCE.

Gráfico 5 Evolución intra-anual de los billetes en circulación

(mm de euros)

— 2003
- - - 2004
- - - 2005
— 2006



Fuente: BCE.

2.2 CARACTERÍSTICAS ESPECÍFICAS

BILLETES EN CIRCULACIÓN

Los billetes son emitidos por los BCN del Eurosistema y por el BCE. Dado que el efectivo en caja no cuenta a efectos de exigencias de reservas, no se establece una distinción entre billetes dentro del sector bancario y billetes fuera del mismo. La demanda de billetes viene determinada, principalmente, por el porcentaje de operaciones en efectivo en el total de la economía y por consideraciones de depósito de valor. En particular, puede existir una fuerte demanda de billetes en euros desde fuera de la zona del euro, especialmente por motivos de depósito de valor.

La evolución de los billetes en circulación se caracteriza por una tendencia al alza, que se ha intensificado tras el cambio de moneda del 2002 (véase gráfico 4), y por claros patrones intra-semanales, intra-mensuales e intra-anales (véase gráfico 5).

En el modelo estructural de series temporales utilizado para predecir los billetes en circulación en combinación con el procedimiento descentralizado, se distingue entre estacionalidad intra-semanal (principalmente relacionada con las compras de fin de semana), estacionalidad intra-mensual (derivada, fundamentalmente,

del abono de salarios y pensiones) y, sobre todo, estacionalidad intra-anual (reflejo de las fiestas de Navidad y de fin de año y de las vacaciones de verano). También influyeron en la evolución de los billetes en circulación acontecimientos especiales, como el cambio de milenio y la introducción del euro.

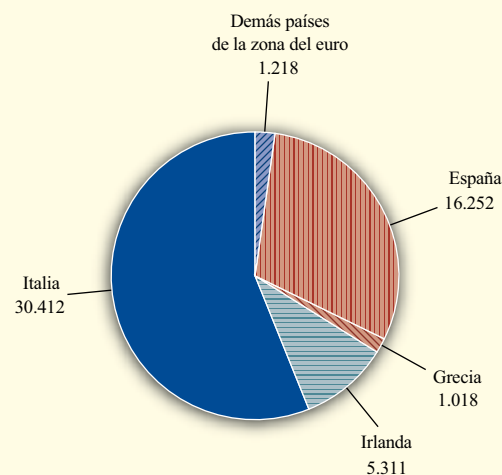
DEPÓSITOS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Algunos BCN han desempeñado tradicionalmente el papel de «agente fiscal» para su Gobierno y han seguido haciéndolo en la Unión Económica y Monetaria. Los depósitos de las Administraciones Públicas, así como sus variaciones, presentan importantes diferencias entre los países del Eurosistema, como consecuencia, principalmente, de arraigados factores institucionales (véase gráfico 6).

Los depósitos agregados de las Administraciones Públicas no muestran una tendencia clara (véase gráfico 7). Sin embargo, en algunos BCN se observa un claro patrón mensual, básicamente relacionado con el uso de cuentas del Tesoro. Por ejemplo, para el Banco de Italia las variaciones mensuales más significativas reflejan pagos derivados de la recaudación de impuestos (entre el 19 y el 23 de cada mes) y de las cotizaciones sociales. Los pagos de salarios, pensiones y prestaciones sociales (principalmente, a primeros de mes), así como los

Gráfico 6 Utilización de los depósitos de las Administraciones Públicas en los distintos países (media del período 2003-2007)

(mm de euros)



Fuente: BCE.

relativos a la gestión de la deuda y a la liquidación de operaciones con divisas, presentan también importantes variaciones. En estrecha colaboración con el Tesoro de sus respectivos países, la mayor parte de los BCN han adoptado medidas para reducir la variabilidad y aumentar la capacidad de predicción de los depósitos de las Administraciones Públicas.

ACTIVOS NETOS EN MONEDA EXTRANJERA

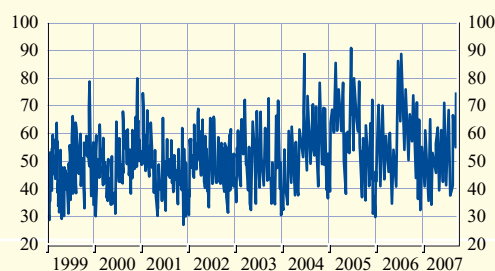
Los activos netos en moneda extranjera del Eurosistema están formados, fundamentalmente, por oro y reservas exteriores, que se mantienen a efectos de inversión y de intervenciones en divisas. Dado el carácter totalmente excepcional de estas últimas, los movimientos de activos en moneda extranjera son resultado, principalmente, de reestructuraciones de cartera, que se conocen, por lo general, al menos tres días laborables antes de la liquidación, por lo que se pueden predecir con relativa facilidad.

RESTO (NETO)

La partida de «resto (neto)» que aparece en el balance simplificado está formada por la suma neta de los tres factores autónomos menos importantes, que vienen tratados por separado en el procedimiento de predicción diario del Eurosistema. Estos tres factores se describen a continuación.

Gráfico 7 Evolución de los depósitos de las Administraciones Públicas

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Partidas en curso de liquidación

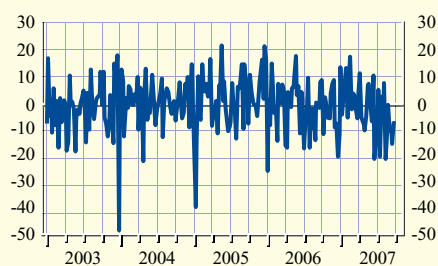
En la medida en que los pagos entre entidades de crédito se liquidan a través de cuentas corrientes mantenidas en el banco central, una diferencia temporal entre la anotación de las operaciones de crédito y de débito tendrá un impacto sobre la liquidez del sistema. Por lo tanto, la importancia de este factor autónomo depende, en gran medida, del diseño del sistema de pago (especialmente, de la compensación de cheques) y varía de un país a otro. Sin embargo, debido al desarrollo de los sistemas de pago, este factor autónomo tiene, habitualmente, una importancia reducida en términos de tamaño, variabilidad y errores de predicción.

Activos netos en euros

Los BCN mantienen generalmente carteras en euros para hacer frente a los pagos de pensiones, constituir colchones de seguridad o incrementar la renta monetaria. En la práctica, la mayor parte de los cambios que se producen en estas carteras se derivan de operaciones de inversión, que, al igual que las operaciones con divisas, se suelen conocer con una antelación de, al menos, tres días. Las cuentas de TARGET de los bancos centrales del SEBC fuera de la zona del euro son otra posible fuente de movimientos de este factor autónomo.

Gráfico 8 Errores de predicción acumulados del total de factores autónomos en una semana

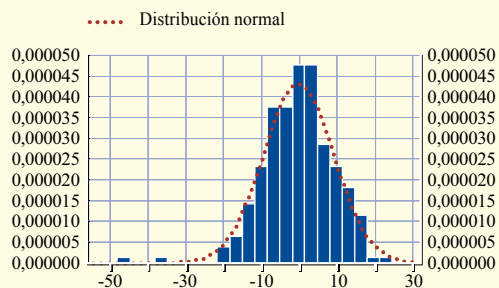
(mm de euros)



Fuente: BCE.

Gráfico 9 Histograma de los errores de predicción acumulados de los factores autónomos

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: La línea discontinua representa la distribución normal ajustada ($s = 9$ mm de euros).

Otros factores autónomos

El capital y las reservas de los bancos centrales, así como las cuentas de revalorización, representan una parte significativa del resto de factores autónomos, que es la partida residual contemplada en el procedimiento diario de predicción de la liquidez del Eurosistema. Normalmente, esta partida experimenta cambios poco significativos, que reflejan simplemente la evolución de otros activos netos en euros y/o en moneda extranjera.

3 ERRORES DE PREDICCIÓN DE LOS FACTORES AUTÓNOMOS AGREGADOS

La calidad de las previsiones y, en particular, el hecho de que carezcan de sesgo es un tema de suma importancia. En esta sección se describen las propiedades estadísticas de los errores de predicción de los factores autónomos, distinguiendo entre errores acumulados en la semana y errores para el mismo día. Los primeros son muy útiles para valorar la precisión con la que se determinan las adjudicaciones de las operaciones principales de financiación semanales, mientras que los segundos lo son para las operaciones de ajuste que se realizan al final del período.

ERRORES DE PREDICCIÓN DE LOS FACTORES AUTÓNOMOS AGREGADOS EN UNA SEMANA

Los errores de predicción acumulados de los factores autónomos agregados² en una semana en los días de adjudicación de las operaciones principales de financiación fluctuaron en torno a una media de -200 millo-

nes de euros (mediana de -14 millones de euros). Sin embargo, la desviación típica de la distribución es significativamente más alta (algo más de 9 mm de euros), hecho que muestra claramente la ausencia de sesgo estadístico. Los errores fluctuaron entre los valores extremos de 21 mm de euros y -46 mm de euros en las semanas que finalizaron el 24 de mayo de 2005 y el 30 de diciembre de 2003, respectivamente (véase gráfico 8).

El gráfico 8 muestra también que la mayor volatilidad de los mercados observada desde agosto del 2007 ha estado asociada a un ligero aumento de los errores de predicción, originados, en particular, por los depósitos de las Administraciones Públicas y el resto de factores (neto). Sin embargo, en general, la fiabilidad de las predicciones no se ha deteriorado de forma significativa en este período.

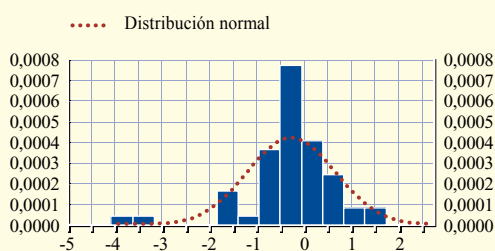
Un análisis de la varianza media mensual de los errores de predicción revela que los factores autónomos (especialmente los billetes en circulación) presentan una mayor varianza en diciembre y enero. Si se excluyeran dos importantes valores erráticos que se derivan de esta circunstancia³, los errores de predicción se asemejarían a una distribución normal (véase gráfico 9). En general, los errores de predicción acumulados de

2 Las previsiones con un horizonte de una semana efectuadas cada día de adjudicación de operaciones principales de financiación se llevan a cabo, habitualmente, de martes a martes, ambos inclusive. El error acumulado se refiere a la suma de las diferencias entre esta predicción y el valor realizado cada día de la semana en cuestión. Los valores negativos representan una subestimación de los factores autónomos.

3 -46 mm de euros (depósitos de las Administraciones Públicas) el 30 de diciembre de 2003, y -38 mm de euros (billetes en circulación) el 11 de enero de 2005.

Gráfico 10 Histograma de los errores de predicción para el mismo día de los factores autónomos

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: La línea discontinua representa la distribución normal ajustada (s = 900 millones de euros).

los factores autónomos en una semana carecen de sesgo⁴, incluso en una situación de elevada volatilidad de los mercados como la observada recientemente.

ERRORES DE PREDICCIÓN DE LOS FACTORES AUTÓNOMOS AGREGADOS PARA EL MISMO DÍA

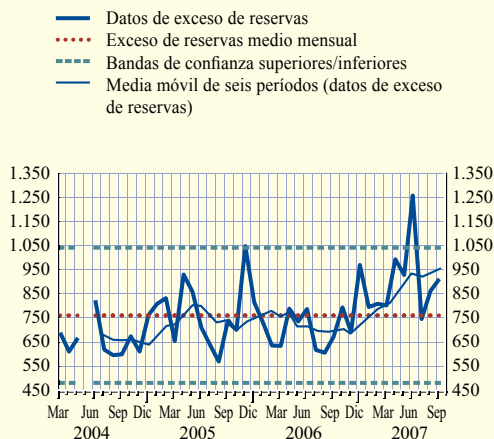
Los errores de predicción de los factores autónomos agregados para el mismo día, que influyen en la determinación de las operaciones de ajuste eventualmente requeridas al final del período, tienen características muy similares a las de los errores de predicción acumulados de los factores autónomos agregados en una semana (véase gráfico 10). Se han observado dos importantes valores erráticos, ambos negativos en los períodos de mayor varianza, es decir, diciembre y enero⁵.

4 EXCESO DE RESERVAS

En comparación con los factores autónomos y las exigencias de reservas, el exceso de reservas constituye una necesidad de liquidez pequeña, pero en cualquier caso significativa. Contrariamente a lo que ocurre con las exigencias de reservas, el Eurosistema no remunera el exceso de reservas, por lo que éste supone un coste para las entidades de crédito. No obstante, existen varios motivos por los que se produce el exceso de reservas⁶. Tal exceso puede tener por objeto evitar

Gráfico 11 Exceso de reservas medio por período de mantenimiento (marzo 2004-septiembre 2007)

(mm de euros)



Fuente: BCE.

costes administrativos y operativos, mantener un importe como colchón de seguridad para hacer frente a movimientos inesperados de liquidez a lo largo del día o, en su caso, cumplir las exigencias derivadas de normas nacionales. También puede ser el resultado de una mala gestión de tesorería de la entidad o, finalmente, de falta de acceso a la facilidad de depósito del Eurosistema.

En el período transcurrido entre marzo del 2004 (tras la modificación del marco operativo)⁷ y septiembre del 2006, el exceso de reservas medio diario se ha situado en 710 millones de euros (mediana de 727 millones de euros), y se ha elevado ligeramente, hasta una media diaria de 896 millones de euros (mediana de 836 millones de euros), a partir de octubre del 2006, alcanzando una media diaria máxima de 1.251 millones de euros en julio del 2007⁸ (véase gráfico 11).

4 Mediante las apropiadas pruebas no se rechaza la normalidad de los errores de predicción. Además, no existe evidencia de correlación.

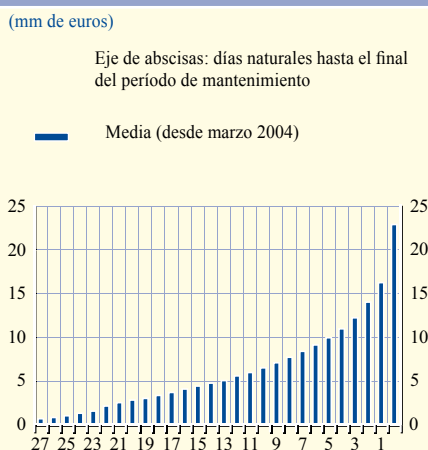
5 -3,8 mm de euros (depósitos de las Administraciones Públicas) el 23 de diciembre de 2003, y -3,2 mm de euros (billetes en circulación) el 18 de enero de 2005.

6 Véase el recuadro sobre el exceso de reservas en el Boletín Mensual de octubre del 2005.

7 Para una descripción detallada de los cambios introducidos en el marco operativo, véase el artículo titulado «Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema», en el Boletín Mensual de febrero del 2005.

8 En este caso, una entidad de crédito utilizó sus saldos en cuentas corrientes para cubrir la liquidez requerida para una liquidación de valores.

Gráfico 12 Exceso de reservas acumulado: evolución dentro del período de mantenimiento



Fuente: BCE.

El exceso de reservas diario aumenta de forma exponencial en el transcurso de un período de mantenimiento, al crecer día tras día la probabilidad de que las entidades de crédito hayan cumplido anticipadamente sus exigencias de reservas. El posible uso del exceso de reservas como colchón de seguridad para hacer frente a un hipotético incumplimiento del coeficiente de reservas mínimas (por ejemplo, en caso de no recibirse un pago esperado) explica que el porcentaje del exceso de reservas total existente el último día sea especialmente elevado.

PROCEDIMIENTOS DE PREDICCIÓN

El exceso de reservas se predice en tres momentos distintos en cada período de mantenimiento, de tal manera que el Eurosistema va disponiendo de información sobre el exceso efectivamente acumulado. El gráfico 12 da una imagen de cómo se materializa tal exceso a lo largo del período. En un primer momento, al inicio del período de mantenimiento, cuando la información es muy escasa o incluso inexistente, se realiza una previsión basada exclusivamente en observaciones de anteriores períodos de mantenimiento. En un segundo momento, el día de adjudicación de la última operación principal de financiación del período de mantenimiento, ya se ha acumulado parte del exceso de reservas (habitualmente, en torno a un tercio del importe total para el período de mantenimiento) y se puede revisar la previsión. Finalmente, el último día del período de

Gráfico 13 Errores de predicción del exceso de reservas acumulado en un período de mantenimiento el día de adjudicación de la última operación principal de financiación



Fuente: BCE.

mantenimiento se puede disponer de información sobre el exceso de reservas efectivamente acumulado hasta el penúltimo día del período de mantenimiento (normalmente, alrededor de dos tercios del importe total para el período de mantenimiento). Esta información mejora notablemente la predicción⁹ y es importante para calcular el desequilibrio de liquidez esperado el último día del período de mantenimiento, dato que se utiliza para determinar las operaciones de ajuste que pueda ser necesario realizar al final del período.

Las tres previsiones del exceso de reservas mencionadas anteriormente se basan en modelos de series temporales, que tienen en cuenta la cifra más reciente de la que se dispone sobre el exceso de reservas acumulado. Para mejorar la calidad de las predicciones se utilizan también fuentes complementarias de información, como las previsiones del exceso de reservas realizadas por los BCN y otras fuentes relevantes.

Los gráficos 13 y 14 recogen los errores de predicción del exceso de reservas del Eurosistema (expresados en términos acumulados en un período de manteni-

⁹ Los errores de predicción, medidos por los errores cuadráticos medios, son cuatro veces más bajos cuando se utiliza un modelo ARIMAX fraccional integrado, si lo comparamos con métodos sencillos como, por ejemplo, usar como previsión los valores observados en anteriores períodos de mantenimiento.

Gráfico 14 Errores de predicción del exceso de reservas acumulado en un período de mantenimiento el último día del período

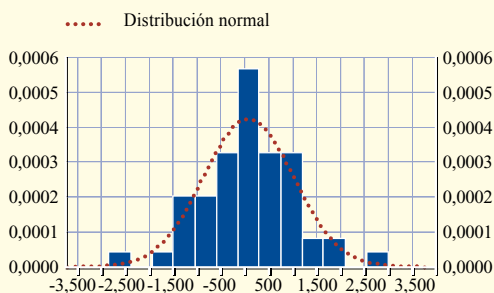
(mm de euros)



Fuente: BCE.

Gráfico 15 Histograma de los errores de predicción del exceso de reservas acumulado

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: La línea discontinua representa la distribución normal ajustada (s = 940 millones de euros).

miento) el día de la última operación principal de financiación (en un horizonte de una semana) y el último día del período de mantenimiento (en un horizonte de un día), respectivamente.

ERRORES DE PREDICCIÓN PARA EL MISMO DÍA

El histograma de la serie de errores para el mismo día¹⁰ muestra que los errores se distribuyen en torno a cero con una media que es estadísticamente no significativa (cifrada en 3 millones de euros). Además, los errores de predicción del exceso de reservas no revelan ninguna dependencia temporal, ni el día de la adjudicación de la última operación principal de financiación ni el último día del período de mantenimiento, señal de que los errores no siguen patrón alguno. Cabe destacar que ni el nivel absoluto del exceso de reservas ni los errores de predicción se han visto afectados de forma significativa por la mayor volatilidad de los mercados financieros observada desde agosto del 2007. En general, no existen indicios de que los errores de predicción del exceso de reservas estén sesgados.

5 ERRORES DE PREDICCIÓN EN EL ÚLTIMO DÍA DE UN PERÍODO DE MANTENIMIENTO

El último día de cada período de mantenimiento tiene una importancia especial, debido a que los desequilibrios de liquidez ya no pueden corregirse

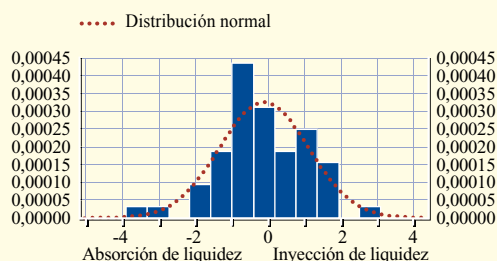
mediante la adjudicación de una operación principal de financiación o una operación de ajuste. Por consiguiente, hay que recurrir a las facilidades permanentes, lo que se traduce en variabilidad del tipo de interés a un día. Como consecuencia de los cambios introducidos en el marco operativo en el 2004, el tiempo transcurrido entre la adjudicación de la última operación principal de financiación y el último día del período de mantenimiento se ha elevado a siete días naturales. El horizonte de predicción más dilatado resultante de esta modificación ha dado lugar a desequilibrios de liquidez de mayor envergadura. Para contrarrestar los efectos de esta situación sobre los tipos de interés a corto plazo, el BCE utiliza frecuentemente operaciones de ajuste a un día, que se realizan el último día del período de mantenimiento.

A la hora de determinar la necesidad y la magnitud de la operación de ajuste, se conoce ya, en su mayor parte, el desequilibrio de liquidez esperado el último día, puesto que se tiene información de la evolución de los factores autónomos, excepto los del último día. La incertidumbre remanente se deriva de dos fuentes: el error en el mismo día de la predicción de los factores autónomos agrega-

¹⁰ El análisis sólo se refiere a los errores para el mismo día, dado que son relevantes para el desequilibrio de liquidez existente el último día del período de mantenimiento.

Gráfico 16 Histograma de la suma de los errores de predicción de los factores autónomos para el mismo día y de los errores de predicción del exceso de reservas acumulado al final del período de mantenimiento

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: La línea discontinua representa la distribución normal ajustada ($s = 1$ mm de euros).

dos para el último día del período de mantenimiento y la diferencia entre la predicción más reciente del exceso de reservas y el exceso de reservas realizado, que se han analizado en las secciones precedentes. Cada uno de estos dos conjuntos de errores es aleatorio (la media de los errores es cercana a cero y por ello podemos considerar que las predicciones carecen de sesgo). Lo mismo ocurre con la suma de los dos errores.

Los errores de las dos predicciones se distribuyen, en torno a una cifra media pequeña, que no es significativa (véase gráfico 16). Durante el reciente período de volatilidad de los mercados no se han observado valores erráticos adicionales en la predicción de los desequilibrios de liquidez que puedan tener lugar al final del período.

6 CONCLUSIONES

En este artículo se han descrito las características de los factores autónomos a nivel individual y agregado y del exceso de reservas. Asimismo, se ha explicado el método utilizado por el Eurosistema para predecir estos factores de liquidez, a fin de determinar los importes a adjudicar en las operaciones de mercado abierto, y se han analizado los errores de predicción, con objeto de asegurarse de que no estén sesgados.

En resumen, las conclusiones del artículo son las siguientes. Desde la perspectiva de la gestión de la liquidez del Eurosistema, los factores autónomos individuales más importantes son los depósitos de las Administraciones Públicas y los billetes en circulación, que presentan ambas marcadas fluctuaciones relativas y errores de predicción. El exceso de reservas constituye una necesidad de liquidez pequeña en términos relativos, pero en cualquier caso significativa, y que puede predecirse con un alto grado de precisión el último día del período de mantenimiento. La varianza de los factores autónomos agregados y del exceso de reservas presenta cierto carácter estacional, ya que aumenta en diciembre y enero. Como consecuencia, pueden producirse importantes errores de predicción en estos meses del año. Sin embargo, si se examinan las previsiones para el período enero 2003-octubre 2007, se observa que con los procedimientos de predicción utilizados se obtuvieron estimaciones no sesgadas de ambos factores de liquidez. Aunque la mayor volatilidad de los mercados registrada recientemente se ha asociado a algunos importantes errores de predicción de los factores autónomos, no ha afectado de forma significativa a las predicciones de los factores autónomos agregados o del exceso de reservas. Asimismo, los errores de predicción acumulados en una semana y los errores para el mismo día, observados el último día del período de mantenimiento, carecen de sesgo.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro **S5**

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	S6
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	S7
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	S8
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	S9

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1	Balance agregado de las IFM de la zona del euro	S10
2.2	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro	S11
2.3	Estadísticas monetarias	S12
2.4	Detalle de los préstamos concedidos por las IFM	S14
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	S17
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
2.7	Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM	S21
2.8	Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM	S22
2.9	Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro	S24
2.10	Activos de los fondos de inversión de la zona del euro: detalle por política de inversión y tipo de inversor	S25

3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1	Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales	S26
3.2	Cuentas no financieras de la zona del euro	S30
3.3	Hogares	S32
3.4	Sociedades no financieras	S33
3.5	Empresas de seguros y fondos de pensiones	S34

4 MERCADOS FINANCIEROS

4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	S35
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	S36
4.3	Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	S38
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
4.5	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro	S42
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	S44
4.7	Rendimientos de la deuda pública	S45
4.8	Índices bursátiles	S46

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1	IAPC, otros precios y costes	S47
5.2	Producto y demanda	S50
5.3	Mercado de trabajo	S54

¹ Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu. Véase el apartado Statistical Data Warehouse, en la sección Statistics de la dirección del BCE en Internet (<http://sdw.ecb.europa.eu>) para series de datos más largas y detalladas.

6	FINANZAS PÚBLICAS	
6.1	Recursos, empleos y déficit/superávit	S55
6.2	Deuda	S56
6.3	Variaciones de la deuda	S57
6.4	Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales	S58
6.5	Deuda trimestral y variaciones de la deuda	S59
7	OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR	
7.1	Balanza de pagos	S60
7.2	Presentación monetaria de la balanza de pagos	S65
7.3	Desagregación geográfica de la balanza de pagos y posición de inversión internacional	S66
7.4	Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)	S68
7.5	Comercio exterior de bienes	S70
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivo	S72
8.2	Tipos de cambio bilaterales	S73
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	S74
9.2	En Estados Unidos y Japón	S75
	LISTA DE GRÁFICOS	S76
	NOTAS TÉCNICAS	S77
	NOTAS GENERALES	S83

AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO EL 1 DE ENERO DE 2008 CON LA INCORPORACIÓN DE CHIPRE Y MALTA

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2008 se refieren a la Euro-15 (la zona del euro, que incluye Chipre y Malta) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas de la zona del euro comprenden los Estados miembros de la UE que hubieran adoptado el euro en el momento al que hacen referencia las estadísticas, lo que, cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el 2001, el 2007 y el 2008, calculadas tomando como base los años 2000, 2006 y 2007, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de Grecia, Eslovenia y Chipre y Malta, respectivamente, a la zona del euro. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Chipre y Malta pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>).

Símbolos utilizados en los cuadros

“-”	Inexistencia del fenómeno considerado/ dato no aplicable
“.”	Dato no disponible por el momento
“...”	Cero o no significativo
“mm”	10 ⁹
(p)	Cifra provisional
(d.)	Desestacionalizado
(s.d.)	Sin desestacionalizar



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,7	3,08	3,86
2007	.	.	.	.	.	.	4,28	4,33
2007 I	7,0	9,1	10,2	-	10,6	16,3	3,82	4,08
II	6,2	9,2	10,6	-	10,5	18,5	4,07	4,42
III	6,5	10,3	11,5	-	11,0	20,0	4,49	4,48
IV	.	.	.	.	.	.	4,72	4,34
2007 Jul	6,8	10,4	11,7	11,4	11,0	20,5	4,22	4,63
Ago	6,7	10,5	11,6	11,5	11,2	20,3	4,54	4,43
Sep	6,0	10,2	11,3	11,7	11,0	19,0	4,74	4,37
Oct	6,5	11,2	12,3	11,9	11,2	19,3	4,69	4,40
Nov	6,2	10,9	12,3	.	11,0	.	4,64	4,25
Dic	.	.	.	.	.	.	4,85	4,38

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	2,2	5,1	2,6	2,8	4,0	83,3	1,5	8,2
2007	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 II	1,9	2,4	2,4	2,5	2,7	84,6	1,8	7,5
III	1,9	2,1	2,5	2,7	3,9	84,3	1,9	7,3
IV	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 Jul	1,8	1,8	-	-	4,0	84,3	-	7,4
Ago	1,7	1,8	-	-	4,4	-	-	7,3
Sep	2,1	2,7	-	-	3,3	-	-	7,3
Oct	2,6	3,3	-	-	3,7	84,2	-	7,2
Nov	3,1	4,1	-	-	.	.	-	7,2
Dic	3,1	.	-	-	.	.	-	.

3. Balanza de pagos, activos de reserva y tipos de cambio

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-24 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							7	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	-3,7	23,0	-136,4	276,4	325,8	103,6	104,5	1,2556
2007	.	.	.	.	.	107,7	108,3	1,3705
2007 I	4,8	8,6	-14,6	129,8	331,5	105,5	106,1	1,3106
II	1,2	20,3	-69,1	69,5	325,3	107,1	107,7	1,3481
III	13,1	20,2	-29,9	97,3	340,5	107,6	108,2	1,3738
IV	.	.	.	.	.	110,5	111,1	1,4486
2007 Jul	5,7	9,4	0,1	30,2	328,8	107,6	108,1	1,3716
Ago	1,7	4,5	-7,2	21,9	330,4	107,1	107,7	1,3622
Sep	5,7	6,3	-22,8	45,2	340,5	108,2	108,8	1,3896
Oct	3,1	7,7	21,3	-53,8	346,6	109,4	110,0	1,4227
Nov	.	.	.	.	339,2	111,0	111,6	1,4684
Dic	.	.	.	.	.	111,2	111,8	1,4570

Fuentes: BCE, Comisión Europea (Eurostat y D. G. de Asuntos Económicos y Financieros) y Reuters.

Nota: Para más información sobre los datos, véanse los cuadros relevantes en esta sección.

- 1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las Notas Técnicas para más detalles.
- 2) M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- 3) Véanse las Notas Generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema (millones de euros)

1. Activo

	2007 14 diciembre	2007 21 diciembre	2007 28 diciembre	2008 4 enero
Oro y derechos en oro	185.303	184.534	201.546	201.744
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	142.707	137.587	135.171	137.995
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	25.100	35.720	41.911	41.698
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	13.960	13.580	13.827	14.705
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	488.669	617.134	637.176	397.546
Operaciones principales de financiación	218.501	348.608	368.607	128.499
Operaciones de financiación a plazo más largo	270.004	268.476	268.476	268.487
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	163	48	91	560
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	2	2	0
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	23.417	23.796	23.898	26.212
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	98.351	97.236	96.045	98.175
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	37.097	37.097	37.063	38.705
Otros activos	323.814	326.277	324.609	329.010
Total activo	1.338.418	1.472.961	1.511.244	1.285.790

2. Pasivo

	2007 14 diciembre	2007 21 diciembre	2007 28 diciembre	2008 4 enero
Billetes en circulación	659.561	675.881	676.677	670.815
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	235.017	355.995	379.181	144.214
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	234.762	214.185	267.335	143.652
Facilidad de depósito	223	236	8.831	554
Depósitos a plazo	0	141.565	101.580	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	32	9	1.435	8
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	158	142	126	349
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	58.045	49.857	46.173	57.571
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	31.378	38.188	45.090	45.584
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	444	888	2.490	1.591
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	19.869	16.843	15.552	17.594
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.398	5.398	5.278	5.311
Otros pasivos	128.568	129.785	124.377	123.693
Cuentas de revalorización	131.060	131.060	147.410	147.665
Capital y reservas	68.920	68.924	68.890	71.403
Total pasivo	1.338.418	1.472.961	1.511.244	1.285.790

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde ¹⁾	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable		
	Nivel	Variación	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Variación	Nivel	Variación
			Nivel	Nivel			
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 1999 hasta el 9 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito. Respecto a las operaciones principales de financiación, las variaciones en el tipo de interés tienen efecto a partir de la primera operación posterior a la fecha indicada, excepto la del 18 de septiembre de 2001, que tuvo efecto el mismo día. A partir del 10 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito, a la facilidad marginal de crédito y a las operaciones principales de financiación (las variaciones en el tipo de interés tendrán efecto a partir de la operación principal de financiación posterior a su discusión en el Consejo de Gobierno), salvo indicación en contrario.
- El 22 de diciembre de 1998, el BCE anunció que, como medida excepcional, entre el 4 y el 21 de enero de 1999 se aplicaría una banda estrecha de 50 puntos básicos entre los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito, con el propósito de facilitar a los participantes en el mercado la adaptación al nuevo sistema.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían mediante subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades pueden realizar sus pujas.

1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas^{1), 2)}

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

1. Operaciones principales de financiación y de financiación a plazo más largo³⁾

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2007	12 Sep	406.119	381	269.000	4,00	4,17	7
	19	356.281	371	155.000	4,00	4,15	7
	26	368.995	378	190.000	4,00	4,27	7
	3 Oct	298.721	316	163.000	4,00	4,14	7
	10	322.684	342	218.000	4,00	4,12	7
	17	283.439	349	171.000	4,00	4,11	7
	24	304.089	348	182.000	4,00	4,11	7
	31	287.241	308	170.000	4,00	4,14	7
	7 Nov	275.580	300	160.000	4,00	4,14	7
	14	280.458	298	182.000	4,00	4,15	7
	21	277.051	299	169.000	4,00	4,17	7
	28	257.966	283	178.000	4,00	4,18	7
	5 Dic	253.519	273	163.000	4,00	4,18	7
	12	280.565	284	218.500	4,00	4,18	7
	19	377.148	390	348.607	4,00	4,21	16
	28	47.652	118	20.000	4,00	4,20	7
2008	4 Ene	275.291	269	128.500	4,00	4,18	5
	9	283.354	301	151.500	4,00	4,20	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2007	27 Abr	71.294	148	50.000	-	3,96	90
	31 May	72.697	147	50.000	-	4,06	91
	28 Jun	66.319	139	50.000	-	4,11	91
	26 Jul	78.703	144	50.000	-	4,20	98
	24 Ago	125.787	146	40.000	-	4,49	91
	30	119.755	168	50.000	-	4,56	91
	13 Sep	139.021	140	75.000	-	4,35	90
	27	85.353	159	50.000	-	4,50	84
	1 Nov	87.587	157	50.000	-	4,45	91
	23	147.977	130	60.000	-	4,55	90
	29	132.386	175	50.000	-	4,65	91
	12 Dic	105.126	122	60.000	-	4,81	92
	20	48.476	97	48.476	-	4,00	98

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días	
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2007	6 Sep	Operaciones temporales	90.895	46	42.245	-	4,00	4,06	4,13	1
	11	Captación de depósitos a plazo fijo	66.388	37	60.000	4,00	-	-	-	1
	9 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	40.235	18	24.500	4,00	-	-	-	1
	12	Captación de depósitos a plazo fijo	40.080	22	30.000	4,00	-	-	-	5
	13 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	27.750	10	27.750	4,00	-	-	-	1
	7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	37.615	30	8.000	4,00	-	-	-	5
	11	Captación de depósitos a plazo fijo	23.550	20	21.000	4,00	-	-	-	1
	17	Captación de depósitos a plazo fijo	36.610	25	36.610	4,00	-	-	-	2
	19	Captación de depósitos a plazo fijo	133.610	52	133.610	4,00	-	-	-	1
	20	Captación de depósitos a plazo fijo	165.815	58	150.000	4,00	-	-	-	1
	21	Captación de depósitos a plazo fijo	141.565	55	141.565	4,00	-	-	-	6
	27	Captación de depósitos a plazo fijo	145.640	49	145.640	4,00	-	-	-	1
	28	Captación de depósitos a plazo fijo	160.450	52	150.000	4,00	-	-	-	3
2008	2 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	168.640	54	168.640	4,00	-	-	-	1
	3	Captación de depósitos a plazo fijo	212.620	69	200.000	4,00	-	-	-	1

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.
- Con efectos a partir de abril del 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 2 en la sección 1.3.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades puedan realizar sus pujas.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

(mm de euros; medias de los períodos de las posiciones diarias, salvo indicación en contrario; tipos de interés en porcentaje)

1. Base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años		Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6	
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1	
2007 I	16.253,0	8.634,2	657,4	2.009,8	1.358,8	3.592,8	
II	16.753,3	8.940,5	677,6	2.066,6	1.383,5	3.685,1	
2007 Jul	16.822,3	8.955,9	694,0	2.089,3	1.392,1	3.690,9	
Ago	16.890,0	8.994,1	713,9	2.086,8	1.407,8	3.687,5	
Sep	16.968,2	9.073,2	745,5	2.075,7	1.424,9	3.649,0	
Oct ²⁾	17.242,4	9.253,8	799,4	2.098,1	1.425,0	3.664,2	

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2007 I	179,8	180,6	0,8	0,0	3,55
II	185,3	186,2	0,9	0,0	3,80
III	191,9	192,7	0,9	0,0	4,09
2007 9 Oct	192,5	193,4	0,9	0,0	4,18
13 Nov	193,7	194,4	0,7	0,0	4,12
11 Dic	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 15 Ene ³⁾	199,8	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez ²⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007 II	326,4	284,9	150,0	0,3	0,0	0,2	0,2	625,2	49,1	-99,4	186,2	811,7
2007 10 Jul	323,0	295,4	150,0	0,2	0,1	0,3	0,0	631,3	53,9	-106,4	189,6	821,2
7 Ago	316,7	301,7	150,0	0,1	0,0	0,4	0,0	639,7	52,3	-115,8	192,0	832,1
11 Sep	317,3	268,7	171,7	0,2	10,7	0,4	1,7	639,2	52,3	-117,8	192,7	832,4
9 Oct	321,9	194,3	262,3	0,3	0,0	1,6	0,9	637,3	63,7	-118,0	193,4	832,3
13 Nov	327,6	180,2	265,0	0,1	0,0	0,6	5,1	640,1	55,9	-123,3	194,4	835,1
11 Dic	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9

Fuente: BCE.

- Fin de período.
- En el cálculo de las exigencias de reservas de las entidades de crédito de la zona del euro para el período de mantenimiento que finaliza en enero del 2008 se utiliza la base de reservas de finales de octubre del 2007, por lo que en él se incluyen las bases de reservas de las entidades de crédito de Chipre y Malta. En el caso de las cifras relativas a la base de reservas desde finales de octubre del 2007, las entidades de crédito radicadas en países de la zona del euro pueden haber decidido deducir de sus propias bases de reservas cualquier pasivo de las entidades situadas en Chipre y Malta.
- Debido a la adopción del euro en Chipre y Malta el 1 de enero de 2008, las exigencias de reservas son una media —ponderada por el número de días naturales— de las exigencias de reservas de los 13 países que integraban entonces la zona del euro en el período comprendido entre el 12 y el 31 de diciembre de 2007 y las exigencias de reservas de los 15 países que actualmente forman parte de la zona del euro para el período comprendido entre el 1 y el 15 de enero de 2008.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro¹⁾

(mm de euros, saldos vivos a fin de período)

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007 I	1.576,7	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,5	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,8	253,6
II	1.651,5	751,5	17,7	0,6	733,1	249,8	213,2	2,2	34,3	-	17,8	354,1	15,4	263,0
2007 Jul	1.669,9	762,7	17,7	0,6	744,3	254,5	216,8	2,2	35,5	-	17,5	357,5	15,7	262,0
Ago	1.649,6	730,5	17,7	0,6	712,1	256,1	217,4	2,2	36,6	-	17,6	360,6	15,6	269,2
Sep	1.707,3	753,5	17,8	0,6	735,1	259,5	219,3	2,2	38,0	-	17,7	368,8	15,6	292,3
Oct	1.781,8	800,2	17,8	0,6	781,8	262,3	220,4	2,2	39,8	-	17,9	378,1	15,6	307,6
Nov ³⁾	1.805,5	814,3	17,8	0,6	795,9	266,9	223,3	2,1	41,6	-	17,6	367,9	15,6	323,2
IFM, excluido el Eurosistema														
2005	23.631,5	13.681,7	826,9	8.285,1	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006	25.973,9	14.904,2	810,5	9.160,3	4.933,4	3.555,2	1.276,5	645,8	1.632,8	83,5	1.194,5	4.330,1	172,6	1.733,9
2007 I	27.107,8	15.340,0	801,4	9.441,0	5.097,6	3.661,0	1.282,2	685,8	1.693,0	92,4	1.244,5	4.684,7	195,1	1.890,1
II	28.066,3	15.775,4	798,2	9.712,6	5.264,6	3.759,0	1.281,7	761,2	1.716,1	96,6	1.273,9	4.888,9	201,7	2.070,8
2007 Jul	28.140,3	15.881,4	799,7	9.809,8	5.271,9	3.774,4	1.257,7	777,0	1.739,7	97,1	1.260,1	4.928,0	198,2	2.001,2
Ago	28.161,5	15.964,3	793,1	9.848,9	5.322,3	3.741,8	1.228,5	780,9	1.732,4	95,5	1.248,4	4.917,7	198,4	1.995,4
Sep	28.481,1	16.160,8	793,2	9.945,5	5.422,1	3.747,5	1.214,5	804,0	1.728,9	95,6	1.255,9	4.879,7	203,0	2.138,6
Oct	29.140,7	16.544,0	944,0	10.024,6	5.575,4	3.832,2	1.213,7	884,7	1.733,8	98,6	1.307,1	4.986,4	216,5	2.155,9
Nov ³⁾	29.419,7	16.710,4	944,9	10.104,8	5.660,7	3.849,8	1.212,2	899,9	1.737,7	99,2	1.295,7	5.022,5	215,2	2.226,9

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 I	1.576,7	632,7	455,6	44,8	17,5	393,3	-	0,3	216,3	39,5	232,4
II	1.651,5	652,6	495,2	51,2	23,3	420,7	-	0,1	207,0	51,0	245,6
2007 Jul	1.669,9	660,0	511,4	53,3	21,8	436,4	-	0,1	209,5	43,9	244,8
Ago	1.649,6	657,0	482,8	52,9	17,5	412,5	-	0,1	212,3	46,9	250,5
Sep	1.707,3	657,2	510,7	51,7	19,1	439,9	-	0,1	222,6	48,3	268,4
Oct	1.781,8	661,9	561,6	54,9	22,9	483,8	-	0,1	228,7	51,8	277,7
Nov ³⁾	1.805,5	665,5	570,0	48,2	24,1	497,7	-	0,1	226,0	53,9	290,0
IFM, excluido el Eurosistema											
2005	23.631,5	-	12.212,2	149,2	7.211,9	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006	25.973,9	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	697,7	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.330,5
2007 I	27.107,8	-	13.595,8	139,0	8.060,9	5.395,9	758,7	4.424,8	1.529,7	4.255,7	2.543,1
II	28.066,3	-	14.021,0	169,8	8.278,3	5.572,9	795,6	4.523,4	1.551,2	4.451,8	2.723,2
2007 Jul	28.140,3	-	14.038,8	126,8	8.324,5	5.587,6	809,7	4.549,1	1.568,4	4.498,5	2.675,9
Ago	28.161,5	-	14.042,7	120,6	8.319,4	5.602,6	801,7	4.576,4	1.567,7	4.539,2	2.633,8
Sep	28.481,1	-	14.241,4	144,2	8.403,8	5.693,4	776,7	4.574,4	1.583,6	4.525,9	2.779,1
Oct	29.140,7	-	14.616,7	129,4	8.626,0	5.861,3	782,6	4.646,3	1.637,5	4.628,8	2.828,8
Nov ³⁾	29.419,7	-	14.794,1	151,5	8.687,8	5.954,8	795,9	4.650,1	1.637,1	4.636,9	2.905,6

Fuente: BCE.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información véanse las Notas Generales.
- 2) Importes emitidos por residentes en la zona del euro. Los importes emitidos por no residentes están incluidos en «Activos frente a no residentes en la zona del euro».
- 3) Saldo mantenidos por residentes en la zona del euro.
- 4) Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años de poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro¹⁾

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones durante el período)

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2005	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006	19.743,5	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,3	1.464,0	648,3	829,9	4.681,5	187,3	1.941,4
2007 I	20.649,7	10.262,7	821,1	9.441,6	2.175,6	1.487,7	687,9	857,6	5.044,2	209,9	2.099,5
II	21.414,1	10.529,2	816,0	9.713,2	2.258,4	1.494,9	763,4	880,3	5.243,0	217,1	2.286,1
2007 Jul	21.462,9	10.627,9	817,4	9.810,4	2.253,7	1.474,6	779,2	865,9	5.285,5	213,8	2.216,1
Ago	21.454,0	10.660,4	810,9	9.849,5	2.229,0	1.446,0	783,1	854,2	5.278,3	214,0	2.218,2
Sep	21.705,1	10.757,1	811,0	9.946,1	2.240,1	1.433,8	806,2	856,7	5.248,4	218,6	2.384,1
Oct	22.238,5	10.987,0	961,8	10.025,2	2.320,9	1.434,0	886,9	918,8	5.364,5	232,1	2.415,2
Nov ^(p)	22.439,2	11.068,0	962,7	10.105,4	2.337,4	1.435,4	902,0	909,4	5.390,4	230,8	2.503,1
Operaciones											
2005	1.608,0	708,9	12,8	696,0	156,2	76,2	80,0	53,2	448,0	1,4	240,4
2006	1.997,9	877,3	-14,4	891,6	10,6	-96,8	107,4	98,5	801,7	6,4	203,5
2007 I	884,6	254,0	-8,2	262,2	63,2	19,0	44,2	20,8	394,4	0,5	151,8
II	788,1	282,0	-5,4	287,4	84,4	11,0	73,4	16,7	222,3	3,2	179,4
2007 Jul	77,7	101,7	1,4	100,3	-4,0	-20,6	16,5	-10,6	64,2	-3,3	-70,2
Ago	-11,9	32,9	-6,6	39,5	-25,4	-29,7	4,3	-10,5	-10,9	0,1	1,9
Sep	326,0	108,9	0,3	108,7	13,1	-11,3	24,3	1,9	32,4	4,6	165,2
Oct	347,7	77,6	-3,4	81,0	53,5	6,3	47,2	48,1	147,7	4,8	15,9
Nov ^(p)	264,2	87,5	0,9	86,6	15,6	-1,0	16,6	-5,4	80,5	-1,3	87,3

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.743,5	592,2	158,0	7.906,5	614,1	2.587,9	1.276,5	4.026,5	2.566,1	15,7
2007 I	20.649,7	588,4	183,8	8.078,4	666,3	2.701,6	1.341,8	4.295,3	2.775,4	18,7
II	21.414,1	604,9	221,0	8.301,6	699,1	2.773,1	1.346,8	4.502,8	2.968,8	-4,1
2007 Jul	21.462,9	612,9	180,1	8.346,2	712,6	2.774,1	1.366,2	4.542,4	2.920,8	7,7
Ago	21.454,0	610,5	173,6	8.336,9	706,1	2.807,6	1.368,3	4.586,1	2.884,2	-19,3
Sep	21.705,1	610,4	196,0	8.422,9	681,0	2.807,6	1.389,5	4.574,2	3.047,5	-24,0
Oct	22.238,5	613,5	184,3	8.648,8	684,0	2.872,8	1.460,0	4.680,6	3.106,5	-12,0
Nov ^(p)	22.439,2	618,6	199,8	8.711,9	696,7	2.870,9	1.459,3	4.690,8	3.195,5	-4,2
Operaciones										
2005	1.608,0	64,4	10,9	495,7	-3,0	213,5	95,5	448,0	333,9	-50,8
2006	1.997,9	59,4	-15,2	683,7	27,0	285,6	57,2	601,6	253,2	45,4
2007 I	884,6	-4,2	24,8	157,1	54,5	117,5	38,9	292,5	196,8	6,9
II	788,1	16,5	37,2	225,1	30,5	70,9	2,4	230,5	183,4	-8,4
2007 Jul	77,7	8,0	-41,5	47,1	14,4	4,7	19,7	58,4	-48,8	15,8
Ago	-11,9	-2,3	-6,5	-10,3	-6,9	32,4	3,8	40,4	-34,8	-27,7
Sep	326,0	-0,1	22,4	98,6	-25,9	18,0	16,3	53,8	137,6	5,4
Oct	347,7	3,1	-16,5	76,2	13,4	23,2	41,7	136,5	47,9	22,3
Nov ^(p)	264,2	5,1	15,5	67,7	11,6	6,3	6,4	49,9	86,1	15,6

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información véanse las Notas Generales.

2) Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.

3) Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

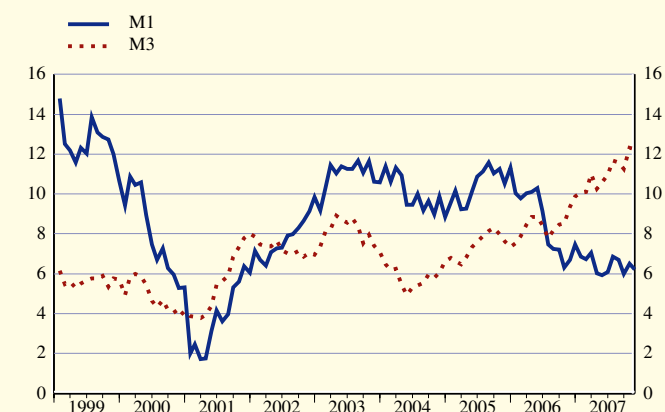
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios²⁾ y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos		
									9	10	
Saldos vivos											
2005	3.419,4	2.653,2	6.072,6	999,4	7.072,0	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	425,8
2006	3.676,6	2.953,1	6.629,7	1.102,1	7.731,8	-	5.428,7	2.321,2	10.658,5	9.167,4	636,8
2007 I	3.746,8	3.064,9	6.811,8	1.190,3	8.002,0	-	5.604,1	2.301,4	10.978,1	9.444,7	755,9
II	3.785,1	3.170,7	6.955,8	1.228,3	8.184,1	-	5.728,2	2.297,9	11.324,9	9.684,5	728,3
2007 Jul	3.805,4	3.228,3	7.033,8	1.235,6	8.269,4	-	5.765,5	2.286,4	11.436,7	9.782,9	728,5
Ago	3.825,2	3.273,7	7.098,9	1.243,2	8.342,1	-	5.795,9	2.265,6	11.553,5	9.888,8	696,2
Sep	3.817,2	3.316,3	7.133,6	1.259,9	8.393,5	-	5.790,7	2.253,4	11.642,8	9.955,1	669,3
Oct	3.838,1	3.421,2	7.259,4	1.272,7	8.532,0	-	5.920,4	2.400,5	11.864,5	10.042,6	668,0
Nov ^(p)	3.856,0	3.446,8	7.302,8	1.310,2	8.613,0	-	5.919,7	2.389,0	11.924,2	10.101,5	694,2
Operaciones											
2005	337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	400,8	94,5	835,5	700,4	0,1
2006	255,5	309,9	565,4	130,2	695,6	-	427,0	-114,1	1.105,0	896,5	200,2
2007 I	63,6	105,4	169,0	91,1	260,1	-	150,0	-23,7	298,7	258,8	127,0
II	37,7	108,0	145,7	32,1	177,8	-	123,9	-0,1	354,9	255,6	-27,0
2007 Jul	21,0	58,8	79,8	7,9	87,7	-	42,1	-11,8	119,5	101,4	3,0
Ago	19,4	45,1	64,5	10,4	74,9	-	27,4	-21,9	118,9	106,4	-32,6
Sep	-5,1	47,0	41,9	19,7	61,6	-	9,4	-11,2	101,8	78,3	-30,4
Oct	22,2	74,0	96,2	21,7	117,9	-	56,4	-1,2	175,8	89,5	0,3
Nov ^(p)	18,9	28,2	47,1	37,3	84,4	-	14,8	-13,8	71,6	65,3	41,0
Tasas de crecimiento											
2005 Dic	11,3	5,4	8,5	0,9	7,3	7,5	8,9	4,1	9,6	9,2	0,1
2006 Dic	7,5	11,7	9,3	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,2
2007 Mar	7,0	12,7	9,5	20,1	11,0	10,5	9,1	-4,9	10,9	10,6	339,6
Jun	6,1	13,9	9,5	19,9	11,0	11,1	9,3	-3,7	11,6	10,8	270,0
2007 Jul	6,8	15,0	10,4	19,4	11,7	11,4	9,2	-3,7	11,6	11,0	270,8
Ago	6,7	15,3	10,5	17,9	11,6	11,5	9,3	-4,1	11,8	11,2	242,6
Sep	6,0	15,4	10,2	17,9	11,3	11,7	8,9	-4,3	11,6	11,0	204,4
Oct	6,5	17,0	11,2	19,0	12,3	11,9	9,1	-4,0	12,4	11,2	188,9
Nov ^(p)	6,2	16,7	10,9	20,4	12,3	.	8,6	-4,2	12,2	11,0	151,0

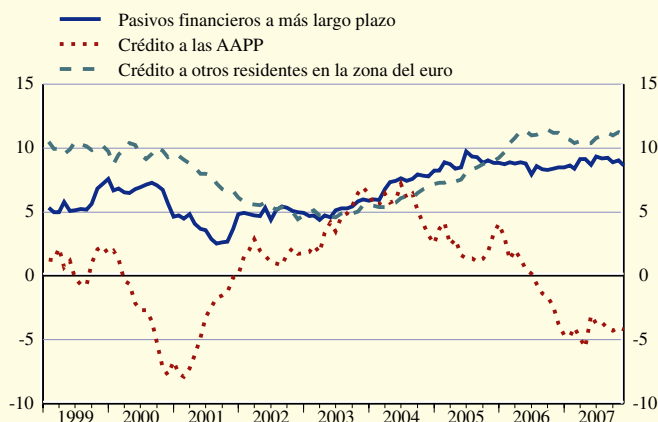
C1 Agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

2) Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central (M1, M2, M3; véase el Glosario).

3) En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.

2.3 Estadísticas monetarias¹⁾

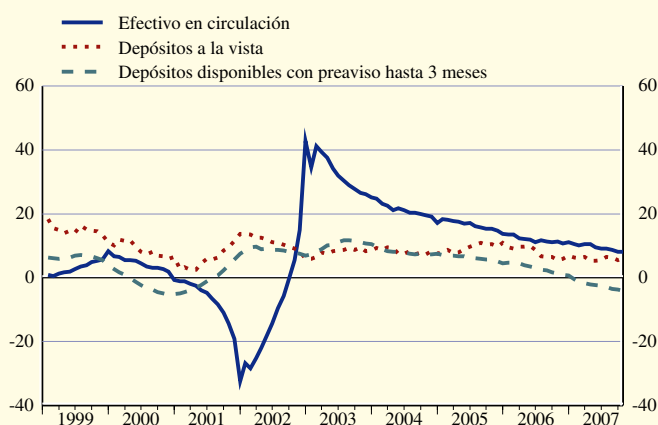
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2005	521,5	2.897,9	1.109,9	1.543,2	241,6	631,6	126,2	2.202,6	86,9	1.511,2	1.199,6
2006	579,0	3.097,5	1.401,7	1.551,4	272,0	631,4	198,7	2.396,2	102,4	1.654,6	1.275,6
2007 I	592,1	3.154,7	1.528,2	1.536,8	280,3	670,0	239,9	2.461,4	107,8	1.696,4	1.338,5
II	599,2	3.186,0	1.645,2	1.525,5	285,1	700,5	242,8	2.522,4	109,4	1.748,6	1.347,7
2007 Jul	604,7	3.200,8	1.709,4	1.518,9	290,6	704,8	240,2	2.527,8	110,7	1.764,6	1.362,4
Ago	608,2	3.217,0	1.762,9	1.510,8	287,2	695,4	260,6	2.550,2	111,1	1.767,8	1.366,8
Sep	610,6	3.206,6	1.807,8	1.508,5	298,0	679,9	282,0	2.525,6	113,0	1.769,9	1.382,2
Oct	617,8	3.220,3	1.883,9	1.537,4	288,7	684,6	299,3	2.563,8	120,6	1.780,7	1.455,4
Nov ^(p)	618,8	3.237,2	1.913,5	1.533,3	300,1	700,1	309,9	2.554,3	120,5	1.782,3	1.462,6
Operaciones											
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-5,9	-2,0	16,4	198,4	-4,3	111,2	95,5
2006	57,5	198,0	300,8	9,2	31,2	28,8	70,2	216,3	15,5	137,8	57,4
2007 I	12,6	51,0	120,9	-15,4	8,4	40,9	41,8	68,3	4,6	40,4	36,6
II	7,0	30,6	118,5	-10,5	3,4	28,3	0,4	62,8	1,7	52,9	6,5
2007 Jul	5,5	15,5	65,4	-6,6	5,6	5,2	-2,8	9,3	1,2	16,5	15,1
Ago	3,6	15,9	53,2	-8,2	-3,5	-9,8	23,7	17,9	0,5	2,9	6,1
Sep	2,4	-7,5	49,1	-2,1	14,2	-16,3	21,8	-7,0	1,9	4,1	10,5
Oct	7,2	15,0	84,4	-10,4	-9,3	15,1	15,9	-2,3	0,8	13,5	44,4
Nov ^(p)	1,0	17,9	32,1	-4,0	11,5	14,4	11,4	-2,1	-0,1	2,5	14,4
Tasas de crecimiento											
2005 Dic	13,8	10,9	6,5	4,4	-2,4	-0,3	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 Dic	11,0	6,8	27,2	0,6	13,0	4,7	54,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 Mar	10,5	6,4	32,3	-1,7	19,3	12,2	51,9	11,0	20,6	9,0	5,3
Jun	9,2	5,5	35,1	-2,5	14,6	14,4	49,2	11,0	17,6	9,6	5,4
2007 Jul	9,2	6,4	37,5	-2,9	14,3	14,4	46,9	10,6	17,0	9,9	5,2
Ago	8,7	6,3	38,6	-3,5	11,2	12,8	44,9	10,7	15,4	9,5	5,9
Sep	8,2	5,6	38,2	-3,6	11,7	9,5	55,5	9,9	15,1	9,0	6,4
Oct	8,1	6,2	41,9	-4,2	12,7	11,4	51,2	8,8	13,8	8,9	9,2
Nov ^(p)	7,7	5,9	40,4	-4,1	15,9	11,0	56,9	7,6	11,5	8,5	10,4

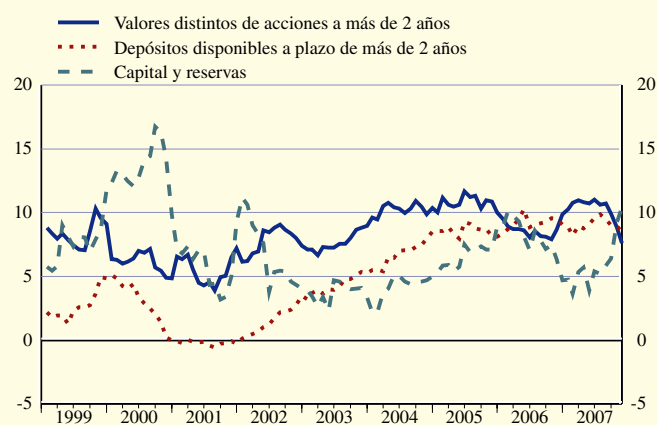
C3 Componentes de los agregados monetarios¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM^{1),2)}

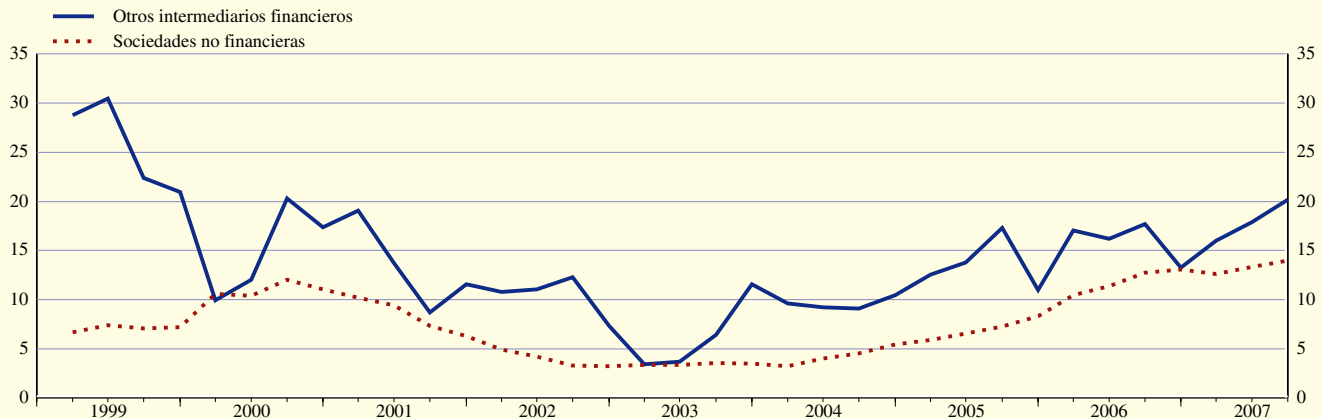
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras³⁾

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ⁴⁾		Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007 I	98,5	71,7	774,5	488,6	3.957,3	1.172,1	738,8	2.046,4
II	110,5	83,5	802,2	502,3	4.107,8	1.223,3	777,1	2.107,5
2007 Jul	111,5	84,7	813,2	506,0	4.168,9	1.241,1	791,7	2.136,1
Ago	110,6	85,4	821,0	506,8	4.186,7	1.230,4	803,0	2.153,2
Sep	111,9	87,9	851,1	532,7	4.230,9	1.252,8	811,1	2.166,9
Oct	115,5	90,4	865,6	527,4	4.272,0	1.250,7	828,3	2.193,1
Nov ^(p)	108,5	83,2	871,2	529,7	4.328,7	1.271,0	841,8	2.215,8
Operaciones								
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007 I	15,8	16,6	71,1	67,9	106,1	31,2	29,6	45,3
II	12,0	11,8	29,0	13,9	161,0	57,8	40,0	63,2
2007 Jul	1,1	1,2	12,3	5,1	61,8	17,7	14,7	29,4
Ago	-0,9	0,8	8,7	1,4	17,2	-11,4	11,4	17,2
Sep	1,4	2,5	33,9	28,3	49,6	24,1	9,5	16,0
Oct	3,7	2,6	16,1	-4,1	39,5	-1,3	16,7	24,1
Nov ^(p)	-7,0	-7,2	8,0	4,1	58,8	20,6	14,6	23,6
Tasas de crecimiento								
2005 Dic	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 Dic	28,0	33,3	13,3	15,6	13,1	9,7	20,8	12,4
2007 Mar	20,4	26,1	16,0	19,6	12,6	9,9	18,7	12,1
Jun	30,7	40,6	17,9	20,4	13,3	11,1	20,1	12,2
2007 Jul	24,0	31,9	20,6	24,4	13,6	11,5	19,4	12,8
Ago	27,9	39,9	19,7	22,3	14,2	12,9	20,4	12,8
Sep	25,5	40,2	20,2	22,7	14,0	13,0	19,9	12,4
Oct	30,2	46,6	22,9	22,3	13,9	11,8	20,5	12,7
Nov ^(p)	14,5	22,7	23,1	23,4	14,0	12,0	21,0	12,8

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) Con anterioridad a enero del 2003, los datos se recogían en marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año. Los datos mensuales anteriores a enero del 2003 se obtenían a partir de datos trimestrales.

4) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM^{1), 2)}

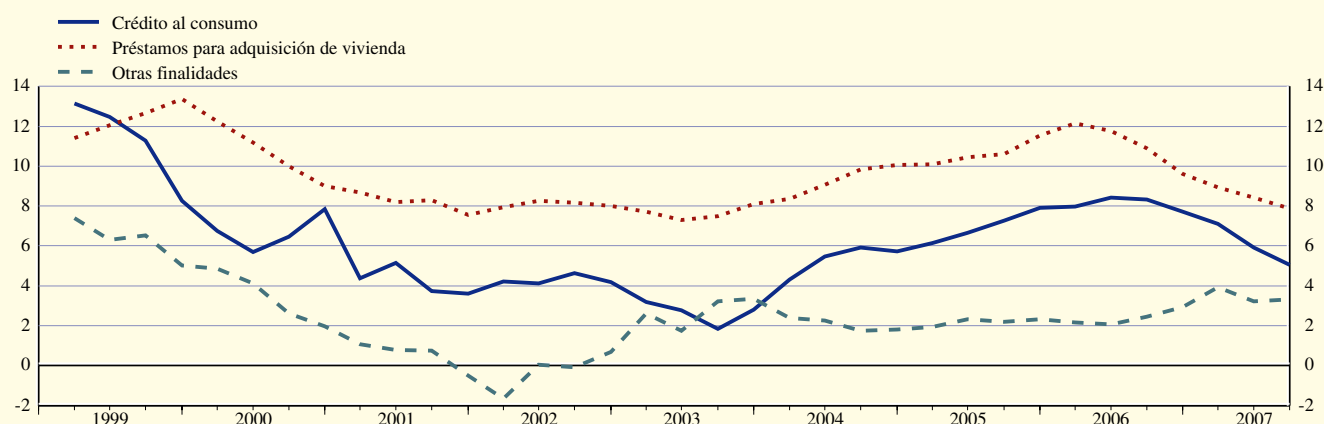
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares³⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006	4.537,0	586,5	135,3	202,7	248,5	3.212,1	15,6	72,1	3.124,5	738,4	146,2	101,5	490,7
2007 I	4.610,7	590,1	132,0	202,4	255,7	3.272,1	16,1	71,9	3.184,1	748,5	147,5	102,5	498,5
II	4.692,1	602,3	134,9	204,6	262,8	3.336,7	16,4	72,6	3.247,7	753,1	150,3	103,8	499,0
2007 Jul	4.716,2	606,4	136,0	205,0	265,5	3.358,7	15,8	73,1	3.269,9	751,1	146,5	104,3	500,3
Ago	4.730,6	606,0	134,9	204,4	266,7	3.374,1	15,8	73,1	3.285,2	750,5	144,2	104,4	501,9
Sep	4.751,6	606,8	134,4	204,3	268,1	3.392,3	16,3	73,5	3.302,6	752,5	146,9	104,3	501,3
Oct	4.771,5	612,8	136,3	205,2	271,3	3.407,0	16,2	73,8	3.317,0	751,8	145,7	104,3	501,8
Nov ^(p)	4.796,4	611,3	131,2	206,3	273,8	3.427,2	16,1	73,7	3.337,4	757,9	150,4	104,7	502,7
Operaciones													
2005	357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006	345,4	42,6	8,2	4,8	29,5	281,8	1,5	4,6	275,8	20,9	1,4	3,8	15,7
2007 I	69,2	2,1	-3,2	-0,7	5,9	58,7	0,6	0,2	58,0	8,4	0,7	0,7	7,1
II	85,3	13,6	3,1	2,5	8,0	65,9	0,3	0,8	64,8	5,8	2,9	1,9	1,1
2007 Jul	25,1	4,2	1,2	0,4	2,6	22,5	-0,2	0,4	22,3	-1,5	-3,8	0,6	1,7
Ago	14,5	-0,4	-1,0	-0,6	1,2	15,3	0,1	0,1	15,2	-0,5	-2,3	0,2	1,7
Sep	23,8	0,6	-0,4	0,1	0,9	19,5	0,5	0,4	18,7	3,7	3,0	0,3	0,4
Oct	21,7	5,8	2,0	1,0	2,8	15,6	-0,1	0,3	15,4	0,3	-1,0	0,3	1,0
Nov ^(p)	26,7	-0,2	-3,1	0,9	2,0	20,5	0,0	0,0	20,5	6,5	4,8	0,5	1,2
Tasas de crecimiento													
2005 Dic	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,1	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 Dic	8,2	7,7	6,5	2,4	13,2	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 Mar	7,9	7,1	5,7	1,5	12,8	8,9	13,6	6,4	9,0	3,9	1,6	4,1	4,6
Jun	7,2	5,9	4,4	0,6	11,3	8,4	11,0	4,6	8,5	3,2	0,5	5,3	3,6
2007 Jul	7,0	5,9	4,7	0,5	11,2	8,1	9,5	4,5	8,2	3,2	0,6	5,7	3,5
Ago	7,0	5,8	4,7	0,4	10,9	8,1	9,9	4,5	8,2	3,2	-0,1	5,7	3,7
Sep	6,8	5,1	4,1	0,1	9,7	7,9	8,6	4,5	8,0	3,3	1,2	5,4	3,6
Oct	6,8	5,5	4,5	0,6	10,2	7,9	10,5	4,5	7,9	3,2	1,0	5,2	3,4
Nov ^(p)	6,5	5,0	1,8	0,7	10,4	7,6	8,3	4,7	7,7	3,1	1,5	4,9	3,2

C6 Préstamos a hogares²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) Con anterioridad a enero del 2003, los datos se recogían en marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año. Los datos mensuales anteriores a enero del 2003 se obtenían a partir de datos trimestrales.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM^(1),2)

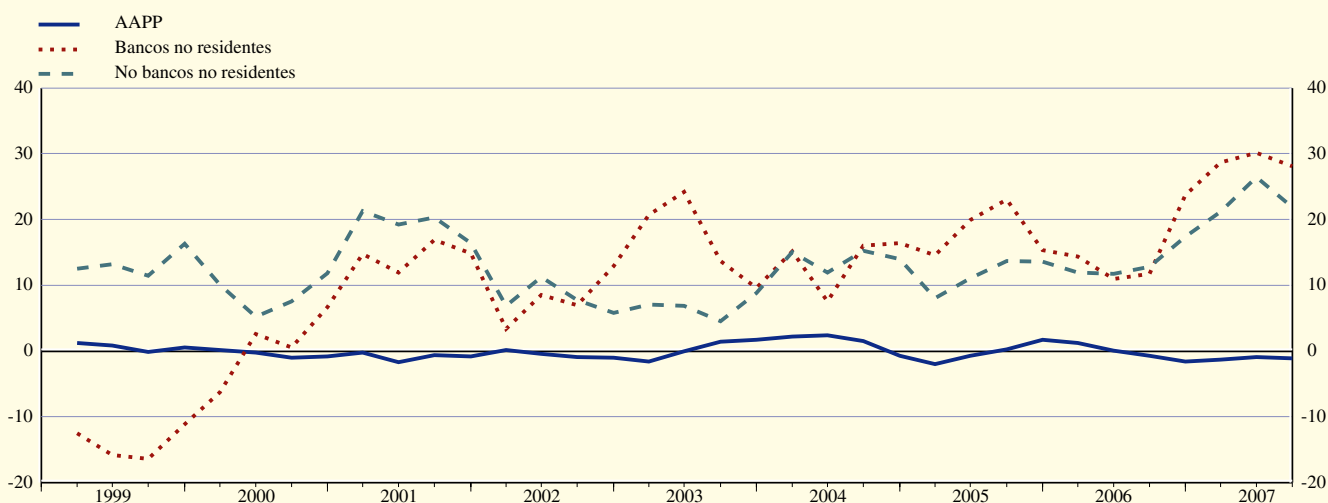
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

3. Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 I	801,4	97,2	225,2	447,8	31,2	3.169,7	2.265,1	904,6	60,0	844,6
II	798,2	95,7	218,8	446,1	37,6	3.286,4	2.334,3	952,0	61,4	890,6
III ^(p)	793,2	92,4	213,9	447,8	39,1	3.301,4	2.354,1	947,3	59,9	887,5
Operaciones										
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	207,9	89,0	4,7	84,3
2006	-13,4	-17,6	-14,3	21,9	-3,4	532,5	402,9	129,6	-2,8	132,3
2007 I	-8,2	-6,9	-6,3	-0,3	5,3	272,7	222,0	50,8	-3,1	53,8
II	-3,4	-1,8	-5,5	-2,5	6,4	135,3	79,6	55,7	1,5	54,2
III ^(p)	-5,0	-3,2	-5,0	1,7	1,5	76,0	57,5	18,5	-1,6	20,0
Tasas de crecimiento										
2005 Dic	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	7,7	14,2
2006 Dic	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-4,2	19,5
2007 Mar	-1,3	-15,2	-6,1	4,6	6,8	26,4	28,7	21,2	-4,4	23,5
Jun	-0,9	-7,7	-5,9	2,0	17,3	29,0	30,1	26,5	-7,4	29,7
Sep ^(p)	-1,1	-8,2	-6,3	2,3	9,7	26,2	28,1	21,9	-8,8	24,6

C7 Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) En este cuadro el término «bancos» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes fuera de la zona del euro.

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM^{1),2)}

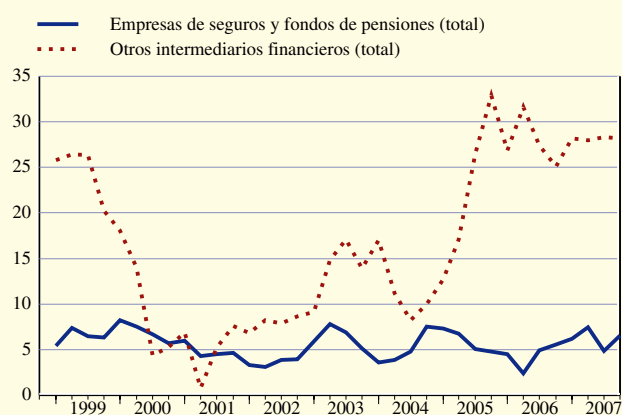
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007 I	658,8	72,3	58,4	503,0	1,1	1,2	22,9	1.264,7	318,6	267,7	515,7	11,4	0,3	151,0
II	656,4	65,0	58,0	512,2	0,8	1,2	19,2	1.347,3	321,0	288,2	571,7	11,5	0,2	154,6
2007 Jul	670,8	72,7	61,2	514,0	0,9	1,2	20,8	1.369,0	321,9	290,7	589,2	13,4	0,3	153,6
Ago	665,7	61,4	68,0	513,6	0,8	1,1	20,8	1.364,2	302,0	303,0	588,6	11,8	0,2	158,6
Sep	676,6	67,8	62,9	522,9	0,8	1,1	21,0	1.386,5	326,2	305,9	581,0	13,0	0,8	159,5
Oct	695,8	73,6	73,9	524,6	0,8	1,1	21,8	1.425,5	317,9	340,1	599,6	12,4	0,8	154,6
Nov ⁴⁾	691,5	69,0	76,3	524,9	0,8	1,1	19,3	1.447,4	334,8	327,9	607,7	11,7	0,9	164,5
Operaciones														
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	176,1	40,1	37,3	96,8	1,5	0,0	0,4
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007 I	8,6	2,1	1,0	7,6	0,1	-0,2	-2,0	124,8	35,8	16,2	46,2	0,7	0,0	26,0
II	-2,8	-7,7	-0,3	9,2	-0,2	0,0	-3,7	82,8	3,0	21,0	56,5	0,1	0,0	2,2
2007 Jul	14,5	7,7	3,3	1,8	0,1	0,0	1,6	23,0	1,1	2,9	18,0	1,9	0,0	-1,0
Ago	-5,2	-11,3	6,8	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	-5,1	-20,0	12,3	-0,7	-1,6	-0,1	4,9
Sep	13,6	6,5	-4,9	11,7	0,0	0,0	0,3	26,8	25,4	4,6	-9,4	1,2	0,6	4,3
Oct	19,4	5,9	11,1	1,6	0,0	0,0	0,8	41,4	-7,7	34,9	19,5	-0,5	0,0	-4,8
Nov ⁴⁾	-4,2	-4,5	2,5	0,3	0,0	0,0	-2,5	22,7	17,6	-13,3	9,2	-0,7	0,0	9,9
Tasas de crecimiento														
2005 Dic	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	-	-0,8	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
2006 Dic	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 Mar	7,5	10,4	15,9	5,9	-2,9	-	16,0	27,9	15,6	37,6	38,1	4,1	-	12,4
Jun	4,8	-5,6	21,1	5,7	-20,8	-	-13,3	28,3	13,5	35,6	41,4	5,9	-	10,5
2007 Jul	5,9	10,8	18,0	5,2	-11,7	-	-16,6	31,8	20,2	37,6	42,6	36,0	-	12,5
Ago	4,7	-0,8	30,8	4,4	-21,3	-	-27,7	31,3	15,6	41,6	42,4	25,3	-	12,8
Sep	6,5	1,4	23,4	6,6	-18,2	-	-13,7	28,2	18,7	31,1	38,5	29,0	-	11,0
Oct	9,5	11,5	53,5	6,9	-19,8	-	-22,0	31,8	21,1	43,9	36,9	23,1	-	15,1
Nov ⁴⁾	9,1	8,2	51,7	7,0	-18,8	-	-29,0	29,9	22,0	35,2	34,8	9,0	-	21,2

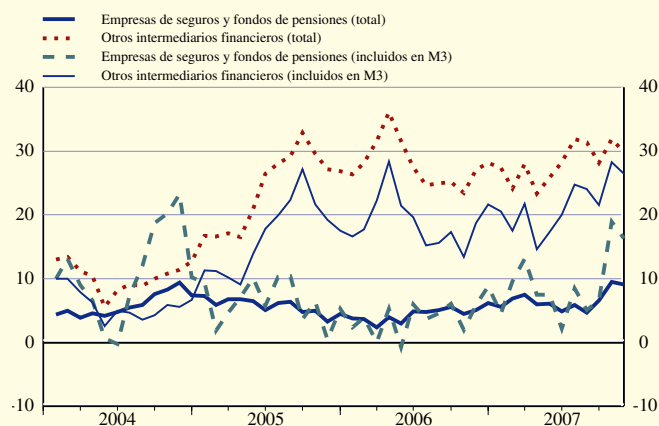
C8 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C9 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

5) Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM^{1), 2)}

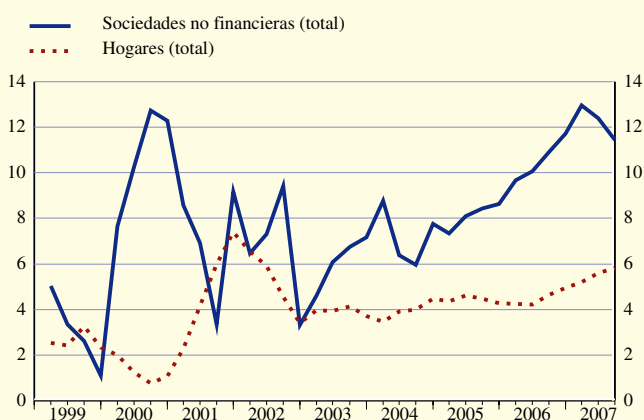
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 3 meses	Más de 3 meses			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007 I	1.349,0	833,0	379,3	68,9	39,4	1,3	27,0	4.589,5	1.727,5	745,0	593,1	1.342,2	105,4	76,4
II	1.386,0	861,6	392,5	68,2	36,1	1,3	26,4	4.678,1	1.785,8	802,3	577,1	1.329,0	106,2	77,7
2007 Jul	1.385,6	840,5	415,5	67,8	34,7	1,5	25,6	4.679,9	1.766,6	832,9	572,2	1.318,8	106,8	82,6
Ago	1.388,7	825,8	435,1	68,0	31,9	1,5	26,6	4.678,2	1.739,4	860,4	569,0	1.315,2	107,2	87,0
Sep	1.405,3	845,1	438,5	64,3	31,6	1,4	24,4	4.706,2	1.754,3	886,4	565,7	1.308,0	107,9	84,0
Oct	1.415,4	836,7	459,9	64,2	29,0	1,4	24,2	4.855,0	1.730,4	927,5	559,5	1.442,3	109,0	86,3
Nov ⁴⁾	1.429,6	850,9	460,1	61,7	31,3	1,4	24,2	4.876,4	1.734,4	953,8	556,3	1.434,7	110,0	87,3
Operaciones														
2005	96,6	88,9	11,4	-1,6	3,7	-0,4	-5,4	177,7	125,1	16,3	-2,8	45,9	-4,0	-2,9
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007 I	3,3	-19,8	23,5	-0,6	-1,4	-0,7	2,2	25,1	-29,1	70,9	-14,8	-13,9	5,5	6,4
II	38,1	29,2	13,6	-0,6	-3,4	0,0	-0,6	89,5	58,5	58,0	-15,9	-13,1	0,8	1,4
2007 Jul	0,2	-20,8	23,4	-0,3	-1,3	0,1	-0,8	2,2	-19,1	30,9	-4,8	-10,2	0,7	4,8
Ago	3,0	-14,8	19,5	0,2	-2,9	0,0	1,0	-2,3	-27,3	27,4	-3,5	-3,6	0,4	4,4
Sep	20,5	20,5	4,8	-2,3	-0,2	0,0	-2,2	29,5	15,3	27,0	-3,2	-7,2	0,7	-3,0
Oct	10,7	-7,8	20,8	-0,1	-1,9	-0,1	-0,2	2,7	-23,8	40,4	-4,5	-12,9	1,1	2,4
Nov ⁴⁾	17,5	14,3	3,3	-2,4	2,3	0,0	0,0	21,7	4,1	26,7	-3,5	-7,6	1,0	1,0
Tasas de crecimiento														
2005 Dic	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 Dic	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 Mar	13,0	12,0	22,6	-2,2	-16,1	-29,8	25,4	5,2	2,9	35,0	-4,8	-1,9	22,1	38,7
Jun	12,4	10,1	26,2	-4,8	-18,0	-29,5	20,0	5,6	3,2	40,2	-6,3	-2,5	19,2	32,9
2007 Jul	12,9	8,6	32,5	-4,2	-19,6	-26,2	9,0	5,4	2,5	41,1	-6,6	-3,2	18,4	31,1
Ago	12,0	7,4	32,6	-4,1	-26,7	-59,9	3,6	5,6	2,8	41,9	-7,0	-3,3	16,9	30,1
Sep	11,4	7,2	32,4	-8,5	-28,4	-26,9	-2,9	5,8	2,7	43,9	-7,2	-3,5	16,0	29,6
Oct	11,5	7,4	31,2	-8,7	-30,7	-31,9	-3,0	5,8	1,8	46,6	-7,4	-4,1	14,6	29,1
Nov ⁴⁾	11,6	6,7	32,6	-11,2	-24,4	-31,8	1,9	6,0	1,8	47,1	-7,5	-4,0	12,5	27,5

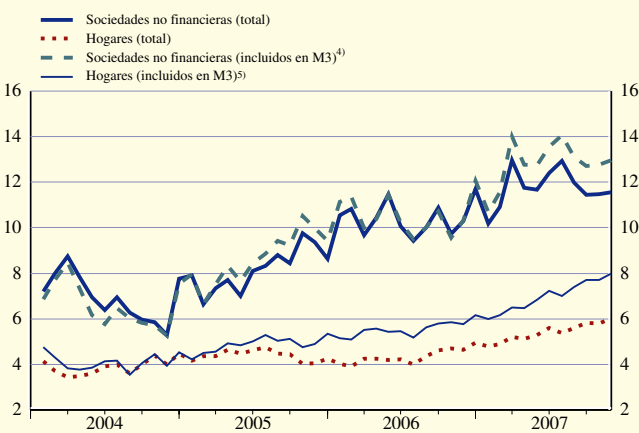
C10 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C11 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) Incluye instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

5) Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM^{1), 2)}

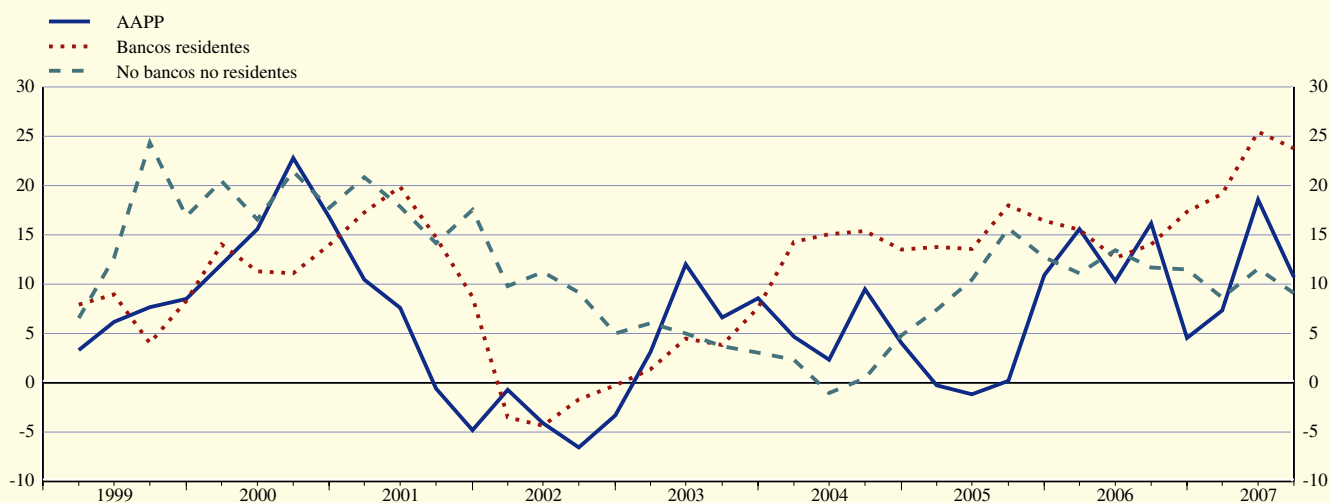
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

3. Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	91,8	67,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 I	337,8	139,0	42,1	88,8	67,9	3.663,9	2.778,3	885,6	132,4	753,2
II	380,2	169,8	43,8	95,2	71,4	3.821,5	2.898,7	922,8	137,5	785,3
III ^(p)	373,4	144,2	60,0	97,5	71,7	3.873,8	2.946,7	927,2	145,5	781,7
Operaciones										
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	381,1	292,8	88,3	22,4	66,0
2006	14,2	-24,5	7,0	8,7	22,9	476,6	385,8	90,8	2,8	88,0
2007 I	7,8	14,1	-3,3	-3,3	0,2	256,6	237,2	19,4	3,6	15,8
II	42,4	30,8	1,7	6,4	3,5	177,7	136,1	41,6	5,2	36,4
III ^(p)	-7,4	-26,2	16,1	2,3	0,4	127,0	103,9	23,1	8,0	15,1
Tasas de crecimiento										
2005 Dic	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	21,6	11,2
2006 Dic	4,5	-16,5	18,4	10,8	51,3	15,8	17,3	11,5	2,2	13,2
2007 Mar	7,3	-6,3	10,4	12,3	38,6	16,4	19,2	8,6	3,1	9,6
Jun	18,5	21,9	10,5	12,2	25,3	21,8	25,4	11,5	7,1	12,3
Sep ^(p)	10,7	-3,6	44,0	13,6	19,0	19,9	23,8	9,1	9,0	9,1

C12 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) En este cuadro el término «bancos» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes fuera de la zona del euro.

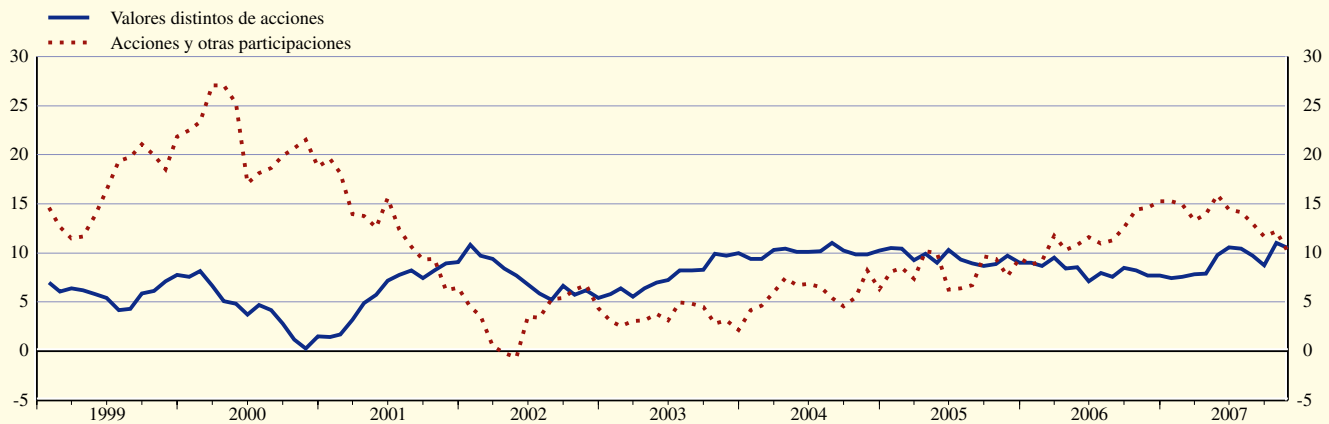
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM^{1), 2)}

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.663,8	1.560,5	72,3	1.260,4	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007 I	4.842,7	1.616,6	76,5	1.266,6	15,6	651,7	34,1	1.181,7	1.576,5	399,7	844,8	332,0
II	5.010,6	1.637,1	78,9	1.266,1	15,6	727,1	34,1	1.251,7	1.623,3	406,8	867,1	349,4
2007 Jul	5.045,7	1.651,0	88,7	1.242,4	15,4	741,2	35,8	1.271,3	1.607,5	407,2	852,9	347,4
Ago	5.002,0	1.648,7	83,7	1.213,4	15,2	747,1	33,8	1.260,1	1.587,6	407,2	841,1	339,2
Sep	4.973,6	1.646,8	82,1	1.199,8	14,7	768,4	35,6	1.226,1	1.606,6	412,3	843,6	350,8
Oct	5.090,8	1.648,6	85,2	1.199,0	14,7	846,5	38,2	1.258,7	1.654,2	401,8	905,4	347,1
Nov ^(p)	5.120,7	1.657,5	80,3	1.197,6	14,6	866,0	33,9	1.270,9	1.646,7	399,3	896,4	351,0
Operaciones												
2005	356,3	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006	336,8	122,7	10,6	-122,7	0,5	100,4	6,5	218,7	194,4	58,8	97,0	38,6
2007 I	190,1	55,6	5,2	2,7	-0,8	37,0	7,6	82,9	78,5	20,6	20,7	37,2
II	172,3	26,2	2,4	-0,1	0,3	73,1	0,2	70,2	35,2	5,5	16,6	13,2
2007 Jul	43,0	13,0	10,1	-23,3	-0,2	14,5	2,0	26,8	-10,8	1,2	-10,7	-1,3
Ago	-43,9	-2,7	-5,2	-29,4	-0,3	6,4	-2,0	-10,8	-17,4	0,1	-10,5	-7,0
Sep	-4,6	-2,9	0,8	-13,3	0,0	21,4	2,9	-13,5	18,5	6,0	1,9	10,5
Oct	145,3	42,8	3,9	5,6	0,2	44,1	3,1	45,5	38,6	-6,1	48,1	-3,4
Nov ^(p)	44,9	8,3	-3,5	-3,5	0,1	20,3	-3,6	26,8	0,5	-1,9	-5,4	7,8
Tasas de crecimiento												
2005 Dic	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 Dic	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,7	13,7	15,2
2007 Mar	7,8	7,9	18,4	-10,2	-3,3	21,3	40,6	25,2	13,3	21,0	6,4	24,1
Jun	10,6	8,6	25,9	-8,8	-7,1	28,0	43,4	29,5	14,4	17,8	7,5	31,0
2007 Jul	10,5	8,5	34,4	-9,3	-7,8	28,1	47,0	27,7	14,2	19,6	5,9	32,4
Ago	9,7	7,7	27,2	-9,7	-10,5	29,5	35,5	25,8	13,0	18,5	5,2	29,3
Sep	8,7	6,4	27,2	-9,8	-5,7	31,2	48,8	21,2	11,7	19,2	3,7	25,4
Oct	11,0	8,4	32,2	-8,7	-3,6	35,8	53,7	23,3	12,2	17,0	7,5	19,8
Nov ^(p)	10,5	7,8	23,0	-9,1	-5,2	37,3	41,9	21,8	10,1	7,6	6,2	24,8

C13 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM^(1),2)

(mm de euros)

1. saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares³⁾

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	-4,1	-1,7	-0,9	-1,5	-4,4	-0,3	-1,1	-3,0	-9,8	-2,7	-3,2	-3,9
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,4	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007 I	-1,0	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7	-0,1	0,0	-0,6	-1,9	-0,4	-0,3	-1,2
II	-0,8	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,4	0,0	-0,5	-0,8
2007 Jul	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
Ago	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,2
Sep	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,2	-0,7	-0,1	-0,3	-0,3
Oct	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2
Nov ^(p)	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,1	-0,3

2. saneamiento total o parcial de los préstamos a sociedades no financieras y a no residentes en la zona del euro

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007 I	-2,8	-0,5	-0,7	-1,7	-0,1	0,0	-0,1
II	-3,0	-0,4	-1,4	-1,2	-1,2	0,0	-1,2
2007 Jul	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Ago	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
Sep	-0,8	-0,1	-0,5	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
Oct	-0,8	0,0	-0,5	-0,3	-0,9	-0,9	0,0
Nov ^(p)	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,1

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones					
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro	
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	21,5	3,4	0,5	6,7	0,7	1,3	0,2	8,6	25,7	5,0	14,4	6,3	
2006	-8,6	1,2	-0,4	-7,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	31,5	7,1	16,3	8,0	
2007 I	-4,2	-1,5	-0,2	0,2	0,0	-0,5	-0,1	-2,1	7,4	0,7	6,7	0,0	
II	-4,0	-0,7	0,0	-3,8	-0,1	0,0	-0,1	0,6	12,7	1,7	6,8	4,2	
2007 Jul	-1,2	0,4	0,1	0,4	0,0	-0,3	-0,1	-1,7	-3,3	-0,6	-2,0	-0,6	
Ago	-0,4	0,0	0,1	0,3	0,0	-0,3	0,0	-0,4	-2,9	-0,1	-1,6	-1,2	
Sep	-0,9	0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,6	0,6	-1,0	0,5	1,1	
Oct	-2,5	0,7	0,1	-3,8	0,0	-0,2	0,0	0,8	7,5	1,3	3,6	2,6	
Nov ^(p)	-1,0	-0,5	0,0	2,1	0,0	-0,8	-0,1	-1,7	-8,0	-0,5	-3,6	-3,8	

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información véanse las Notas Generales.

3) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM^{1) 2)}

(porcentaje del total; saldos vivos en mm de euros; fin de período)

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 I	5.395,9	90,5	9,5	5,6	0,5	1,4	1,2	8.199,9	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
II	5.572,9	90,5	9,5	5,8	0,4	1,3	1,1	8.448,1	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
III ^(p)	5.693,4	91,2	8,8	5,4	0,4	1,3	0,9	8.548,0	96,1	3,9	2,4	0,3	0,1	0,6
De no residentes en la zona del euro														
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 I	2.778,3	46,4	53,6	34,3	2,5	2,5	11,2	885,6	51,1	48,9	31,8	1,6	2,2	9,4
II	2.898,7	45,0	55,0	34,8	2,6	2,4	11,8	922,8	51,2	48,8	32,3	1,3	1,8	9,7
III ^(p)	2.946,7	46,0	54,0	34,1	2,7	2,4	11,5	927,2	49,8	50,2	33,4	1,1	1,9	9,7

2. Valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 I	4.673,7	80,7	19,3	9,8	1,7	1,9	3,5
II	4.797,0	80,2	19,8	10,1	1,6	1,8	3,7
III ^(p)	4.859,7	80,8	19,2	9,7	1,6	1,8	3,6

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) En el caso de no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes en la zona del euro.

4) Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM^{1) 2)}

(porcentaje del total; saldos vivos en mm de euros; fin de período)

3. Préstamos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
2006	4.933,4	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007 I	5.097,6	-	-	-	-	-	10.242,4	96,4	3,6	1,7	0,2	1,1	0,5	
II	5.264,6	-	-	-	-	-	10.510,8	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6	
III ^(p)	5.422,1	-	-	-	-	-	10.738,7	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5	
A no residentes en la zona del euro														
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 I	2.265,1	51,7	48,3	27,7	2,2	2,5	10,8	904,6	41,3	58,7	41,8	1,0	4,1	8,1
II	2.334,3	50,3	49,7	28,7	1,9	2,4	11,7	952,0	39,4	60,6	43,1	1,0	3,8	8,4
III ^(p)	2.354,1	48,9	51,1	28,6	2,0	2,5	12,6	947,3	38,8	61,2	43,6	1,1	3,8	8,3

4. Valores distintos de acciones

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006	1.632,8	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,3	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 I	1.693,0	95,5	4,5	2,3	0,3	0,3	1,4	1.968,0	97,5	2,5	1,3	0,3	0,1	0,8
II	1.716,1	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,6	2.042,9	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
III ^(p)	1.728,9	95,3	4,7	2,3	0,3	0,2	1,5	2.018,6	97,5	2,5	1,4	0,3	0,1	0,7
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006	514,4	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,2	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 I	545,3	52,7	47,3	28,5	0,6	0,5	14,4	636,3	38,2	61,8	36,9	4,4	0,6	14,8
II	584,1	51,9	48,1	28,5	0,7	0,5	14,6	667,6	37,4	62,6	36,9	4,3	0,7	15,7
III ^(p)	576,2	53,8	46,2	26,8	0,7	0,4	15,0	650,0	35,4	64,6	38,8	4,3	0,7	15,0

Fuente: BCE.

- Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- En el caso de no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes en la zona del euro.
- Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro¹⁾

(mm de euros; saldos vivos a fin de período)

1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 I	5.199,6	316,0	1.905,5	139,9	1.765,6	1.898,2	569,3	177,3	333,3
II	5.137,9	316,9	1.908,6	145,2	1.763,3	1.777,9	601,0	180,3	353,2
III	5.359,0	317,5	1.985,0	178,4	1.806,6	1.874,4	631,3	181,5	369,2
IV	5.551,3	320,6	2.005,8	170,6	1.835,2	2.022,0	670,6	187,9	344,3
2007 I	5.712,9	332,4	2.031,5	181,0	1.850,6	2.068,7	718,7	188,9	372,7
II ^(p)	6.002,9	349,7	2.042,3	192,8	1.849,4	2.216,4	784,5	194,7	415,3

2. Pasivo

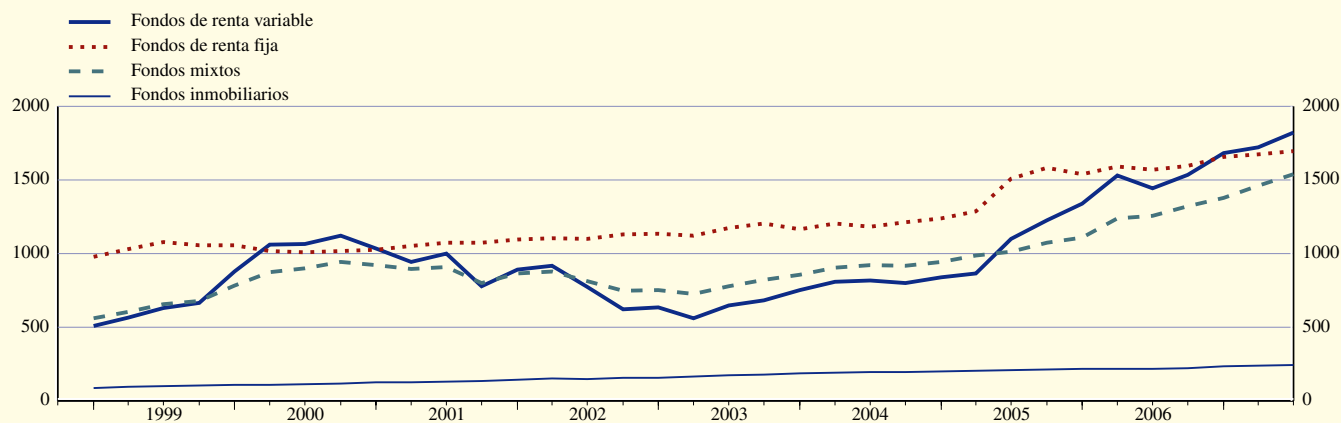
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2006 I	5.199,6	73,6	4.871,3	254,7
II	5.137,9	76,4	4.789,5	272,0
III	5.359,0	75,9	4.999,5	283,7
IV	5.551,3	77,8	5.217,0	256,4
2007 I	5.712,9	82,2	5.349,4	281,7
II ^(p)	6.002,9	90,8	5.596,6	315,5

3. Total activo/pasivo: detalle por política de inversión y tipo de inversor

	Total	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor		
		Fondos de renta variable	Fondos de renta fija	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Otros fondos	Fondos abiertos al público	Fondos de inversores especiales	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2006 I	5.199,6	1.531,9	1.592,6	1.239,4	214,0	621,5	3.999,0	1.200,5	
II	5.137,9	1.443,3	1.569,3	1.257,0	217,4	650,9	3.913,2	1.224,7	
III	5.359,0	1.533,3	1.594,2	1.321,5	221,2	688,9	4.085,5	1.273,5	
IV	5.551,3	1.680,5	1.657,0	1.376,0	231,8	606,0	4.252,1	1.299,2	
2007 I	5.712,9	1.723,2	1.674,9	1.459,3	238,4	617,1	4.372,4	1.340,6	
II ^(p)	6.002,9	1.822,9	1.693,8	1.539,4	244,1	702,9	4.591,3	1.411,6	

CI4 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Distintos de fondos del mercado monetario. Para más detalles, véanse las Notas Generales.

2.10 Activos de los fondos de inversión de la zona del euro: detalle por política de inversión y tipo de inversor

(mm de euros; saldos vivos a fin de período)

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
2006 I	1.531,9	55,1	51,5	6,3	45,2	1.309,6	71,1	-	44,6
II	1.443,3	52,3	51,4	6,5	44,9	1.221,7	69,3	-	48,6
III	1.533,3	53,8	76,1	33,2	42,9	1.284,3	66,8	-	52,3
IV	1.680,5	56,1	66,0	22,7	43,3	1.429,3	74,3	-	54,8
2007 I	1.723,2	59,3	65,7	25,7	40,0	1.461,2	78,4	-	58,6
II ^(p)	1.822,9	60,9	67,9	27,4	40,5	1.545,4	83,9	-	64,9
Fondos de renta fija									
2006 I	1.592,6	108,9	1.285,4	82,6	1.202,8	41,1	49,3	-	107,9
II	1.569,3	106,5	1.264,7	87,3	1.177,4	38,5	47,5	-	112,1
III	1.594,2	105,5	1.288,5	86,8	1.201,8	41,6	48,2	-	110,3
IV	1.657,0	108,3	1.343,6	91,1	1.252,5	45,4	49,8	-	110,0
2007 I	1.674,9	112,3	1.356,5	95,1	1.261,4	44,5	52,5	-	109,0
II ^(p)	1.693,8	115,1	1.346,9	99,6	1.247,3	62,9	55,7	-	113,2
Fondos mixtos									
2006 I	1.239,4	67,9	465,4	38,6	426,7	349,6	238,5	0,1	117,9
II	1.257,0	72,0	484,1	40,3	443,8	318,7	253,6	0,2	128,5
III	1.321,5	68,5	510,6	45,2	465,4	332,3	272,3	0,3	137,4
IV	1.376,0	71,0	519,4	43,4	476,0	364,2	292,8	0,4	128,2
2007 I	1.459,3	73,8	530,5	45,5	485,0	380,8	322,3	0,3	151,5
II ^(p)	1.539,4	83,6	528,9	50,2	478,8	400,2	346,1	0,9	179,6
Fondos inmobiliarios									
2006 I	214,0	15,1	6,1	1,7	4,4	1,8	4,4	176,5	10,1
II	217,4	15,5	5,6	1,5	4,1	1,6	5,4	179,4	9,9
III	221,2	16,4	6,0	1,6	4,4	1,9	6,2	180,3	10,4
IV	231,8	17,6	6,1	1,7	4,4	2,2	7,0	187,0	11,9
2007 I	238,4	18,9	6,7	1,9	4,8	2,3	9,6	188,4	12,6
II ^(p)	244,1	18,9	6,6	1,9	4,7	2,1	10,1	193,1	13,2

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
2006 I	3.999,0	263,4	1.334,4	1.551,3	427,5	150,2	272,2
II	3.913,2	257,1	1.321,4	1.449,8	452,2	151,2	281,5
III	4.085,5	260,6	1.374,1	1.531,3	470,9	151,2	297,3
IV 4	252,1	265,4	1.402,4	1.650,2	498,2	155,2	280,6
2007 I	4.372,4	274,3	1.420,7	1.693,3	529,0	155,6	299,5
II ^(p)	4.591,3	284,5	1.430,0	1.817,2	576,9	160,1	322,7
Fondos de inversores especiales							
2006 I	1.200,5	52,7	571,0	346,9	141,7	27,1	61,1
II	1.224,7	59,9	587,2	328,1	148,8	29,1	71,7
III	1.273,5	56,9	610,9	343,1	160,5	30,2	71,9
IV	1.299,2	55,2	603,4	371,8	172,4	32,7	63,7
2007 I	1.340,6	58,0	610,8	375,4	189,7	33,3	73,2
II ^(p)	1.411,6	65,3	612,3	399,2	207,6	34,7	92,6

Fuente: BCE.



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2007 II						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						487,7
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-31,9
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.052,2	107,5	671,9	52,7	220,1	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	39,6	6,1	26,4	3,8	3,3	
Consumo de capital fijo	316,7	86,3	178,2	11,1	41,1	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	561,4	285,8	249,5	26,2	0,0	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,1
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	903,2	46,4	364,2	423,2	69,3	133,2
Intereses	456,0	44,3	76,0	266,5	69,3	79,6
Otra renta de la propiedad	447,2	2,2	288,2	156,8	0,0	53,7
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.883,6	1.580,8	29,8	38,1	234,8	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	285,7	210,4	57,9	17,0	0,4	4,8
Cotizaciones sociales	393,8	393,8				0,8
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	393,0	1,4	17,4	25,7	348,4	0,6
Otras transferencias corrientes	176,9	69,6	23,4	46,9	37,0	7,2
Primas netas de seguros no vida	44,7	32,9	10,3	0,9	0,7	1,1
Indemnizaciones de seguros no vida	44,6			44,6		0,7
Otras	87,6	36,8	13,1	1,4	36,3	5,4
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.867,0	1.382,3	-39,4	34,8	489,2	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.680,1	1.238,5			441,6	
Gasto en consumo individual	1.507,9	1.238,5			269,4	
Gasto en consumo colectivo	172,1				172,1	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	17,9	0,1	3,6	14,2	0,0	0,1
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	187,0	161,7	-43,0	20,7	47,7	-8,0
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	495,7	165,1	268,2	10,3	52,1	
Formación bruta de capital fijo	496,5	165,3	269,1	10,1	52,0	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-0,8	-0,2	-0,9	0,2	0,1	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,5	-0,1	0,7	0,2	-0,3	-0,5
Transferencias de capital	35,0	8,9	2,1	1,9	22,1	4,4
Impuestos sobre el capital	5,9	5,7	0,2	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	29,1	3,2	1,8	1,9	22,1	4,4
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	9,6	83,0	-120,2	20,1	26,7	-9,6
Discrepancia estadística	0,0	-5,0	5,0	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)
(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2007 II						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						455,8
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	1.969,9	485,6	1.126,0	93,8	264,5	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	237,7					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.207,6					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	561,4	285,8	249,5	26,2	0,0	
Remuneración de los asalariados	1.053,7	1.053,7				2,6
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	278,5				278,5	-1,2
Renta de la propiedad	893,2	287,8	144,6	435,1	25,7	143,2
Intereses	450,6	69,0	41,2	332,6	7,7	85,0
Otra renta de la propiedad	442,7	218,8	103,4	102,5	18,0	58,2
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.883,6	1.580,8	29,8	38,1	234,8	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	289,8				289,8	0,6
Cotizaciones sociales	393,6	1,1	17,9	40,6	334,0	1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	391,0	391,0				2,5
Otras transferencias corrientes	158,3	84,6	11,7	45,8	16,3	25,9
Primas netas de seguros no vida	44,6			44,6		1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	44,2	34,3	8,8	0,9	0,3	1,1
Otras	69,5	50,3	2,9	0,3	16,0	23,6
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.867,0	1.382,3	-39,4	34,8	489,2	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	18,0	18,0				0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior	187,0	161,7	-43,0	20,7	47,7	-8,0
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	316,7	86,3	178,2	11,1	41,1	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	37,1	9,0	15,5	0,8	11,9	2,3
Impuestos sobre el capital	5,9				5,9	0,0
Otras transferencias de capital	31,2	9,0	15,5	0,8	6,0	2,3
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Discrepancia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Activos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2007 II								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		17.278,4	13.870,3	20.882,9	9.703,0	6.071,4	2.742,5	13.961,2
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				185,0				
Efectivo y depósitos		5.364,8	1.630,7	2.404,3	1.367,9	751,6	529,4	3.785,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		45,6	123,4	102,3	257,2	227,6	25,4	774,2
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.419,4	158,2	3.449,2	1.882,7	1.927,2	206,3	2.153,2
Préstamos		21,4	1.744,7	11.370,6	1.326,2	350,5	355,3	1.427,4
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		18,0	964,9	8.567,3	999,5	296,8	316,2	.
Acciones y otras participaciones		5.129,4	7.552,3	1.795,8	4.585,9	2.376,5	1.083,9	5.100,7
Acciones cotizadas		1.252,5	1.915,3	688,6	2.394,8	852,9	393,3	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.213,0	5.218,4	831,4	1.524,9	460,8	549,6	.
Participaciones en fondos de inversión		1.663,9	418,5	275,8	666,3	1.062,8	141,0	.
Reservas técnicas de seguro		5.003,1	133,2	1,9	0,0	145,9	3,1	192,1
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		294,8	2.527,8	1.573,8	283,1	292,1	539,1	528,4
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		156,8	196,2	722,7	294,1	74,4	115,5	477,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-0,6				0,6
Efectivo y depósitos		103,6	38,3	90,1	81,6	5,5	91,1	188,3
Valores distintos de acciones, corto plazo		-1,5	5,0	10,0	31,8	10,3	7,1	36,5
Valores distintos de acciones, largo plazo		-0,9	14,8	144,9	33,0	44,7	4,5	109,2
Préstamos		0,5	46,6	338,0	35,4	4,0	3,1	24,1
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		0,5	11,3	213,0	34,3	-1,1	0,0	.
Acciones y otras participaciones		17,0	84,7	33,0	119,3	8,2	3,2	108,8
Acciones cotizadas		2,4	38,2	0,0	50,0	-0,7	0,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		9,7	57,2	27,1	23,6	6,5	-0,5	.
Participaciones en fondos de inversión		4,9	-10,7	5,9	45,7	2,4	3,5	.
Reservas técnicas de seguro		58,0	0,9	0,0	0,0	3,6	0,0	3,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-19,9	5,8	107,2	-6,9	-1,9	6,5	6,9
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		-29,8	199,1	22,8	-0,8	13,4	49,5	107,9
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-7,0				
Efectivo y depósitos		-5,3	-3,2	-11,9	-2,1	2,9	0,2	-24,1
Valores distintos de acciones, corto plazo		-0,6	4,5	1,9	1,7	0,7	0,1	-2,5
Valores distintos de acciones, largo plazo		-55,2	-5,2	-8,8	-54,4	-26,7	-3,2	-42,7
Préstamos		0,0	6,7	-23,5	-9,7	0,3	-1,3	12,6
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		0,0	7,8	-10,4	-10,0	0,2	-1,3	.
Acciones y otras participaciones		35,6	178,3	55,6	85,5	41,9	53,6	153,1
Acciones cotizadas		40,8	36,4	50,6	77,7	5,6	46,6	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-28,0	139,2	2,6	3,8	10,4	3,8	.
Participaciones en fondos de inversión		22,8	2,7	2,4	4,0	25,9	3,2	.
Reservas técnicas de seguro		-2,3	0,0	0,0	0,0	-5,0	0,0	-4,7
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-2,0	18,1	16,5	-21,8	-0,7	0,0	16,2
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		17.405,4	14.265,6	21.628,4	9.996,3	6.159,3	2.907,5	14.546,0
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				177,5				
Efectivo y depósitos		5.463,1	1.665,8	2.482,5	1.447,4	760,0	620,6	3.949,4
Valores distintos de acciones, corto plazo		43,5	133,0	114,2	290,7	238,7	32,6	808,1
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.363,2	167,8	3.585,3	1.861,3	1.945,2	207,7	2.219,7
Préstamos		21,8	1.798,0	11.685,1	1.351,9	354,9	357,2	1.464,1
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		18,5	984,0	8.770,0	1.023,8	295,8	314,9	.
Acciones y otras participaciones		5.182,1	7.815,3	1.884,3	4.790,7	2.426,5	1.140,7	5.362,6
Acciones cotizadas		1.295,7	1.989,9	739,2	2.522,5	857,9	440,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.194,7	5.414,9	861,1	1.552,2	477,6	552,9	.
Participaciones en fondos de inversión		1.691,7	410,5	284,1	716,0	1.091,1	147,8	.
Reservas técnicas de seguro		5.058,7	134,0	1,9	0,0	144,5	3,1	190,6
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		273,0	2.551,7	1.697,4	254,3	289,5	545,7	551,6
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Pasivos	Zona de euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2007 II								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		5.544,0	22.276,5	21.296,4	9.641,0	6.192,2	6.760,0	12.614,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			23,5	12.883,2	214,0	3,9	337,5	2.371,6
Valores distintos de acciones, corto plazo			281,0	357,4	69,1	0,1	612,5	235,6
Valores distintos de acciones, largo plazo			429,5	2.594,0	1.375,9	26,1	4.358,6	2.412,1
Préstamos		5.096,7	6.380,1		1.294,5	183,7	1.080,2	2.560,8
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		4.771,7	4.300,3		601,6	78,7	922,4	.
Acciones y otras participaciones			12.497,1	3.360,5	6.470,4	662,4	4,9	4.629,2
Acciones cotizadas			4.664,1	1.100,2	342,0	328,4	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.833,0	1.244,5	858,8	334,0	4,9	.
Participaciones en fondos de inversión				1.015,9	5.269,6			.
Reservas técnicas de seguro		32,6	329,8	53,2	0,6	5.062,6	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		414,7	2.335,4	2.048,1	216,4	253,5	365,8	405,3
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-1.161,6	11.734,5	-8.406,2	-413,6	62,0	-120,8	-4.017,5	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		78,7	311,5	705,7	281,6	83,8	88,8	487,1
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	484,1	4,9	0,0	-12,7	122,3
Valores distintos de acciones, corto plazo			22,8	12,8	-3,1	0,1	43,4	23,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			15,9	83,0	65,9	-0,3	63,5	122,3
Préstamos		97,5	202,9		52,5	16,0	-8,8	91,6
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		90,7	104,8		20,6	-0,3	-11,1	.
Acciones y otras participaciones			58,1	46,1	165,9	2,7	0,0	101,3
Acciones cotizadas			34,9	0,5	2,6	0,3	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			23,2	2,8	20,5	2,4	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				42,8	142,8			.
Reservas técnicas de seguro		-0,1	2,0	0,4	0,0	63,3	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-18,7	9,7	79,3	-4,5	2,0	3,5	26,3
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	9,6	78,0	-115,3	17,0	12,5	-9,4	26,7	-9,6
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		8,7	389,2	-30,3	70,3	12,3	-98,1	17,0
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	-22,7	1,9	0,0	0,0	-22,7
Valores distintos de acciones, corto plazo			0,6	0,9	-0,1	0,0	-0,1	4,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			-6,8	-7,6	-21,6	-0,5	-116,1	-43,7
Préstamos		6,3	11,0		-12,1	-6,7	-0,1	-13,2
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		7,8	21,6		-9,0	-4,9	-0,1	.
Acciones y otras participaciones			369,7	3,9	89,1	25,9	0,7	114,4
Acciones cotizadas			361,9	20,4	18,1	9,4	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7,8	-21,6	18,1	16,4	0,7	.
Participaciones en fondos de inversión				5,2	52,9			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	-12,0	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		2,4	14,7	-4,8	13,1	5,6	17,5	-22,2
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-97,9	-38,6	-190,1	53,1	-71,1	1,1	147,6	91,0
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		5.631,4	22.977,1	21.971,9	9.992,9	6.288,3	6.750,6	13.118,6
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			23,5	13.344,6	220,8	3,8	324,8	2.471,2
Valores distintos de acciones, corto plazo			304,4	371,1	66,0	0,2	655,8	263,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			438,6	2.669,4	1.420,2	25,3	4.306,0	2.490,8
Préstamos		5.200,4	6.594,1		1.334,9	193,1	1.071,3	2.639,2
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		4.870,2	4.426,7		613,2	73,5	911,3	.
Acciones y otras participaciones			12.925,0	3.410,6	6.725,4	690,9	5,6	4.844,9
Acciones cotizadas			5.060,9	1.121,1	362,7	338,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.864,0	1.225,7	897,4	352,8	5,6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.063,8	5.465,3			.
Reservas técnicas de seguro		32,5	331,8	53,6	0,6	5.113,9	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		398,4	2.359,8	2.122,6	225,0	261,1	386,7	409,4
<i>Patrimonio financiero neto¹⁾</i>	-1.249,9	11.773,9	-8.711,6	-343,5	3,4	-129,0	-3.843,2	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2003	2004	2005	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.664,0	3.770,3	3.876,2	3.952,4	3.991,6	4.027,3	4.069,2	4.109,1
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	110,7	123,0	130,8	132,9	133,5	131,1	131,4	132,2
Consumo de capital fijo	1.074,6	1.122,3	1.174,8	1.200,5	1.213,2	1.225,2	1.235,9	1.246,3
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta¹⁾</i>	1.890,8	1.989,2	2.049,6	2.093,0	2.122,8	2.162,6	2.199,2	2.235,8
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Renta de la propiedad	2.281,3	2.332,6	2.543,9	2.711,1	2.801,3	2.914,8	3.003,7	3.100,6
Intereses	1.267,0	1.241,2	1.325,0	1.438,6	1.515,7	1.591,6	1.659,0	1.721,1
Otra renta de la propiedad	1.014,3	1.091,4	1.219,0	1.272,6	1.285,7	1.323,2	1.344,7	1.379,5
<i>Renta nacional neta¹⁾</i>	6.407,5	6.689,6	6.909,3	7.069,6	7.150,7	7.232,9	7.328,8	7.417,7
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	856,8	882,3	932,0	972,0	990,6	1.023,4	1.037,1	1.059,9
Cotizaciones sociales	1.388,3	1.427,2	1.468,6	1.499,4	1.516,1	1.530,1	1.541,3	1.554,2
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.408,0	1.452,8	1.496,8	1.520,2	1.531,2	1.541,8	1.548,9	1.558,9
Otras transferencias corrientes	658,3	683,2	702,5	700,4	702,9	704,7	708,8	717,5
Primas netas de seguros no vida	174,0	175,8	175,8	175,4	175,5	174,8	175,5	176,7
Derechos de seguros no vida	174,6	176,3	176,7	175,9	175,7	174,8	175,8	176,9
Otras	309,8	331,1	350,1	349,1	351,8	355,2	357,6	363,9
<i>Renta disponible neta¹⁾</i>	6.337,6	6.612,0	6.823,3	6.984,9	7.064,2	7.143,8	7.239,8	7.329,3
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	5.854,3	6.075,9	6.307,3	6.442,1	6.501,2	6.562,3	6.615,9	6.664,1
Gasto en consumo individual	5.232,7	5.430,7	5.645,2	5.770,6	5.825,9	5.880,9	5.929,0	5.974,2
Gasto en consumo colectivo	621,5	645,1	662,1	671,4	675,3	681,4	686,9	690,0
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	54,5	57,5	59,1	60,7	61,3	61,7	61,9	62,4
<i>Ahorro neto¹⁾</i>	483,5	536,4	516,4	543,2	563,3	581,9	624,3	665,4
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.526,8	1.606,5	1.693,9	1.769,5	1.810,4	1.838,3	1.878,9	1.914,3
Formación bruta de capital fijo	1.525,8	1.597,4	1.682,3	1.745,4	1.773,6	1.809,3	1.854,8	1.889,0
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	1,1	9,1	11,6	24,1	36,8	29,1	24,0	25,3
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,6	-1,1	-0,1	1,1	1,3	1,3	1,1	1,1
Transferencias de capital	182,6	166,9	179,3	162,2	174,8	190,5	191,1	191,7
Impuestos sobre el capital	35,9	29,8	24,2	23,8	22,5	22,3	22,9	23,4
Otras transferencias de capital	146,8	137,1	155,1	138,4	152,4	168,2	168,2	168,3
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)¹⁾</i>	42,9	69,9	11,0	-14,4	-22,5	-18,9	-4,4	11,2

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro (cont.)
(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Recursos	2003	2004	2005	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	6.740,1	7.004,9	7.231,5	7.378,8	7.461,0	7.546,2	7.635,7	7.723,4
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	760,8	796,4	838,8	874,5	885,1	903,3	922,4	936,2
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	7.500,9	7.801,3	8.070,2	8.253,3	8.346,1	8.449,5	8.558,1	8.659,6
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta	1.890,8	1.989,2	2.049,6	2.093,0	2.122,8	2.162,6	2.199,2	2.235,8
Remuneración de los asalariados	3.671,2	3.777,4	3.881,8	3.958,1	3.997,4	4.033,1	4.075,2	4.115,1
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	880,7	933,1	981,1	1.017,7	1.028,7	1.044,4	1.061,8	1.076,0
Renta de la propiedad	2.246,2	2.322,5	2.540,8	2.711,9	2.803,1	2.907,6	2.996,3	3.091,4
Intereses	1.236,2	1.210,5	1.298,9	1.414,3	1.493,5	1.568,2	1.633,9	1.698,8
Otra renta de la propiedad	1.010,0	1.112,0	1.241,9	1.297,6	1.309,6	1.339,3	1.362,4	1.392,6
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.407,5	6.689,6	6.909,3	7.069,6	7.150,7	7.232,9	7.328,8	7.417,7
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	858,7	885,4	935,7	976,6	995,2	1.028,2	1.042,3	1.066,8
Cotizaciones sociales	1.387,3	1.426,2	1.468,1	1.498,9	1.515,5	1.529,6	1.540,8	1.553,6
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.401,5	1.445,3	1.489,2	1.512,7	1.523,7	1.534,4	1.541,1	1.550,9
Otras transferencias corrientes	593,9	610,9	620,9	619,1	619,8	618,7	622,9	630,7
Primas netas de seguros no vida	174,6	176,3	176,7	175,9	175,7	174,8	175,8	176,9
Derechos de seguros no vida	171,3	173,5	174,3	173,2	172,9	172,3	173,1	174,4
Otras	248,0	261,2	269,9	270,0	271,2	271,6	274,0	279,4
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.337,6	6.612,0	6.823,3	6.984,9	7.064,2	7.143,8	7.239,8	7.329,3
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	54,7	57,6	59,4	61,0	61,6	62,0	62,2	62,7
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	483,5	536,4	516,4	543,2	563,3	581,9	624,3	665,4
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.074,6	1.122,3	1.174,8	1.200,5	1.213,2	1.225,2	1.235,9	1.246,3
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	194,8	183,5	192,9	174,8	187,6	204,1	206,4	206,5
Impuestos sobre el capital	35,9	29,8	24,2	23,8	22,5	22,3	22,9	23,4
Otras transferencias de capital	158,9	153,8	168,7	151,0	165,1	181,8	183,5	183,2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuente: BCE y Eurostat

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

3.3 Hogares

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres, saldos vivos a fin de período)

	2003	2004	2005	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.671,2	3.777,4	3.881,8	3.958,1	3.997,4	4.033,1	4.075,2	4.115,1
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.230,9	1.285,0	1.334,8	1.368,6	1.389,3	1.410,2	1.431,2	1.452,2
Intereses, recursos (+)	237,5	230,4	226,9	237,7	246,3	255,9	262,3	268,8
Intereses, empleos (-)	124,1	124,1	127,6	137,1	146,6	154,5	161,8	169,1
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	615,3	648,0	694,0	718,2	722,0	733,0	739,6	749,2
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	8,7	9,2	9,4	9,4	9,5	9,4	9,5	9,5
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	702,5	706,5	739,4	763,6	770,8	788,6	796,9	810,0
Cotizaciones sociales netas (-)	1.384,5	1.423,4	1.464,5	1.495,1	1.511,7	1.525,8	1.536,9	1.549,8
Prestaciones sociales netas (+)	1.396,7	1.440,3	1.483,9	1.507,2	1.518,2	1.528,9	1.535,5	1.545,4
Transferencias corrientes netas (+)	65,1	64,7	68,2	65,5	63,9	63,9	65,7	65,8
= Renta disponible bruta	4.997,0	5.182,7	5.348,7	5.450,2	5.498,6	5.546,7	5.604,5	5.658,2
Gasto en consumo final (-)	4.316,1	4.482,4	4.649,1	4.749,6	4.792,8	4.836,7	4.874,8	4.911,6
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	54,4	57,3	58,9	60,6	61,1	61,5	61,7	62,2
= Ahorro bruto	735,2	757,5	758,5	761,2	766,9	771,5	791,4	808,8
Consumo de capital fijo (-)	288,0	303,3	318,7	326,5	330,5	334,5	337,6	340,6
Transferencias de capital netas (+)	12,6	18,9	24,4	22,2	27,2	30,2	28,6	25,9
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	247,1	285,3	600,1	481,4	333,3	456,9	366,8	476,5
= Variaciones del patrimonio neto¹⁾	706,9	758,4	1.064,4	938,3	796,9	924,1	849,2	970,6
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	497,9	527,3	558,9	583,6	597,7	609,6	625,2	636,2
Consumo de capital fijo (-)	288,0	303,3	318,7	326,5	330,5	334,5	337,6	340,6
Inversión financiera (+)								
<i>de los cuales depósitos de M3²⁾</i>								
Efectivo y depósitos	222,3	248,5	240,1	247,4	267,3	279,0	276,0	289,0
Valores distintos de acciones, corto plazo	166,1	168,5	207,7	215,7	226,1	242,1	251,6	279,1
Valores distintos de acciones, largo plazo	-34,4	7,0	-18,7	2,9	12,8	16,0	23,0	13,0
Acciones y otras participaciones	18,4	67,8	22,2	28,2	70,0	61,3	52,6	44,2
Acciones cotizadas	85,5	-13,5	116,0	22,1	-26,9	-33,7	-3,6	14,1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	27,1	-47,7	3,5	-27,0	-31,4	-13,2	2,0	-0,8
Participaciones en fondos de inversión	-19,2	36,7	56,8	26,7	20,5	8,2	24,3	32,4
<i>de las cuales, en fondos de inversión del mercado monetario</i>								
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	77,6	-2,5	55,7	22,4	-16,0	-28,7	-29,9	-17,5
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	14,4	-19,4	-10,1	-8,9	-9,8	-4,8	2,2	9,6
Financiación (-)	231,0	251,2	300,3	300,8	297,9	276,5	255,3	252,6
Préstamos	264,2	314,2	391,7	415,7	413,0	392,4	384,3	365,9
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	219,9	288,9	371,7	397,9	386,5	360,4	352,8	334,0
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	265,5	235,1	522,3	433,0	331,2	430,7	337,7	498,2
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	29,0	56,9	129,4	68,9	55,2	48,8	33,5	44,0
Otros flujos netos (+)	-56,0	-4,2	-95,7	-6,3	-64,7	-37,2	-28,5	-114,2
= Variaciones del patrimonio neto¹⁾	706,9	758,4	1.064,4	938,3	796,9	924,1	849,2	970,6
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Efectivo y depósitos	4.579,1	4.827,3	5.078,3	5.181,8	5.204,8	5.343,0	5.364,8	5.463,1
<i>de los cuales depósitos de M3²⁾</i>								
Efectivo y depósitos	3.405,1	3.576,6	3.787,0	3.887,9	3.911,3	4.025,1	4.073,0	4.175,5
Valores distintos de acciones, corto plazo	24,7	32,7	15,6	33,6	37,0	30,2	45,6	43,5
Valores distintos de acciones, largo plazo	1.304,1	1.356,4	1.338,8	1.373,1	1.383,2	1.391,5	1.419,4	1.363,2
Acciones y otras participaciones	3.699,5	3.921,1	4.559,3	4.669,8	4.798,4	4.956,3	5.129,4	5.182,1
Acciones cotizadas	774,1	832,0	1.000,7	1.041,7	1.128,4	1.192,1	1.252,5	1.295,7
Acciones no cotizadas y otras participaciones	1.437,1	1.592,2	1.918,2	1.998,9	2.042,1	2.119,0	2.213,0	2.194,7
Participaciones en fondos de inversión	1.488,3	1.496,9	1.640,5	1.629,2	1.627,9	1.645,2	1.663,9	1.691,7
<i>de las cuales, en fondos de inversión del mercado monetario</i>								
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	263,8	249,0	235,3	215,9	211,1	186,3	195,1	208,5
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	3.541,0	3.849,1	4.278,8	4.426,1	4.517,4	4.604,0	4.668,9	4.722,8
Otros activos netos	188,7	224,3	174,4	193,3	189,0	195,1	203,1	199,7
Pasivos (-)								
Préstamos	3.929,4	4.256,5	4.632,8	4.837,4	4.919,5	5.017,1	5.096,7	5.200,4
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	3.561,4	3.860,7	4.257,3	4.456,6	4.534,8	4.617,9	4.696,2	4.781,3
= Riqueza financiera neta	9.407,7	9.954,3	10.812,4	11.040,2	11.210,2	11.503,0	11.734,5	11.773,9

Fuentes: BCE y Eurostat.

- 1) Excluidas las variaciones del patrimonio neto como consecuencia de otras variaciones de los activos no financieros, como por ejemplo, por revalorización de los inmuebles residenciales.
- 2) Pasivos en forma de depósitos de las IFM y de la Administración Central (p. ej., Correos o el Tesoro) frente a los hogares que forman parte de M3 (véase el glosario).

3.4 Sociedades no financieras

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres, saldos vivos a fin de período)

	2003	2004	2005	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	3.831,0	3.983,2	4.102,4	4.180,8	4.226,0	4.282,6	4.338,4	4.396,2
Remuneración de los asalariados (-)	2.309,7	2.379,8	2.442,3	2.490,3	2.515,2	2.540,1	2.568,0	2.598,4
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	59,1	66,2	72,1	73,2	73,4	73,6	73,8	74,4
= Excedente bruto de explotación (+)	1.462,2	1.537,2	1.587,9	1.617,4	1.637,4	1.668,9	1.696,7	1.723,4
Consumo de capital fijo (-)	608,8	633,5	663,2	676,3	682,9	689,4	695,1	700,6
= Excedente neto de explotación (+)	853,4	903,7	924,8	941,0	954,5	979,6	1.001,6	1.022,7
Renta de la propiedad, recursos (+)	320,1	372,6	426,4	442,7	450,1	461,2	465,5	478,8
Intereses, recursos	126,6	121,7	131,1	140,9	147,2	152,5	156,7	161,1
Otra renta de la propiedad, recursos	193,5	251,0	295,3	301,8	302,9	308,7	308,8	317,7
Intereses y otras rentas, empleos (-)	228,2	226,3	234,7	252,5	264,2	277,3	289,5	300,6
= Renta empresarial neta (+)	945,3	1.050,0	1.116,5	1.131,2	1.140,4	1.163,5	1.177,6	1.200,9
Renta distribuida (-)	692,3	751,0	834,2	865,0	873,6	897,1	904,7	919,5
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	116,6	134,6	147,4	159,6	170,0	184,8	189,6	198,2
Cotizaciones sociales, recursos (+)	73,4	73,6	74,2	75,5	76,3	76,7	77,3	75,7
Prestaciones sociales, empleos (-)	59,8	60,4	62,2	62,2	62,4	61,9	62,0	63,6
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	42,7	49,6	48,8	46,7	46,4	45,6	46,7	47,6
Variaciones del patrimonio neto de los hogares en los fondos de pensiones (-)	13,0	12,8	11,8	13,3	14,0	14,7	14,7	14,6
= Ahorro neto	94,3	115,1	86,3	59,9	50,3	36,1	37,2	33,1
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	192,3	210,7	232,4	266,1	282,8	285,7	299,1	316,9
Formación bruta de capital fijo (+)	801,5	839,7	884,4	918,8	932,4	948,1	973,1	995,8
Consumo de capital fijo (-)	608,8	633,5	663,2	676,3	682,9	689,4	695,1	700,6
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	-0,4	4,5	11,1	23,6	33,3	27,0	21,1	21,7
Inversión financiera (+)								
Efectivo y depósitos	106,6	91,0	144,9	154,5	145,7	167,4	194,1	185,2
de los cuales depósitos de M3 ¹⁾	63,0	73,8	99,3	108,9	116,8	138,5	157,7	158,1
Valores distintos de acciones	-27,2	-55,1	-21,9	-0,5	-13,6	3,7	-9,0	0,2
Préstamos	139,1	66,4	132,5	130,6	136,9	161,1	175,9	189,0
Acciones y otras participaciones	175,4	183,0	173,4	221,6	183,3	186,4	198,6	217,2
Otros activos netos (+)	41,7	80,3	54,2	122,5	147,1	147,3	128,3	120,9
Financiación (-)								
Deuda	297,0	216,4	397,2	556,2	602,4	633,7	650,2	683,9
Préstamos	219,1	195,6	382,4	530,2	560,4	578,2	593,9	613,9
de los cuales, de IFM de la zona del euro	110,3	169,1	269,2	380,2	431,3	452,5	449,8	492,0
Valores distintos de acciones	62,9	7,3	2,2	12,6	28,2	41,1	43,8	58,9
Reservas de los fondos de pensiones	15,1	13,5	12,6	13,4	13,8	14,5	12,5	11,2
Acciones y otras participaciones	190,2	188,5	172,0	227,5	164,4	202,0	215,9	227,7
Acciones cotizadas	19,2	11,9	100,5	114,2	37,3	33,4	43,2	60,2
Acciones no cotizadas y otras participaciones	171,0	176,6	71,4	113,3	127,1	168,6	172,7	167,6
Transferencias netas de capital, recursos (-)	46,4	56,3	60,0	51,3	65,0	79,8	83,6	84,8
= Ahorro neto	94,3	115,1	86,3	59,9	50,3	36,1	37,2	33,1
Balance financiero								
Activos financieros								
Efectivo y depósitos	1.164,3	1.237,8	1.393,2	1.452,1	1.491,3	1.563,9	1.630,7	1.665,8
de los cuales depósitos de M3 ¹⁾	984,2	1.042,9	1.147,3	1.167,0	1.199,4	1.277,4	1.284,5	1.322,7
Valores distintos de acciones	406,9	322,8	290,3	306,6	292,7	287,3	281,6	300,8
Préstamos	1.341,7	1.394,9	1.521,5	1.596,3	1.627,1	1.694,8	1.744,7	1.798,0
Acciones y otras participaciones	4.823,8	5.319,7	6.273,3	6.643,7	6.946,8	7.302,5	7.552,3	7.815,3
Otros activos netos (+)	233,4	279,5	261,1	323,2	304,4	299,0	349,0	349,4
Pasivos								
Deuda	6.029,2	6.211,5	6.606,7	6.977,2	7.088,2	7.226,8	7.420,4	7.668,8
Préstamos	5.112,5	5.242,5	5.622,6	5.965,0	6.069,7	6.200,9	6.380,1	6.594,1
de los cuales, de IFM de la zona del euro	3.092,6	3.215,1	3.478,1	3.714,3	3.806,7	3.918,3	4.034,0	4.189,8
Valores distintos de acciones	628,2	667,8	670,2	691,5	694,0	697,7	710,4	742,9
Reservas de los fondos de pensiones	288,5	301,2	313,8	320,7	324,4	328,3	329,8	331,8
Acciones y otras participaciones	8.069,9	8.979,1	10.458,1	11.016,1	11.375,5	12.087,8	12.497,1	12.925,0
Acciones cotizadas	2.732,0	2.987,1	3.681,0	3.945,4	4.082,5	4.457,1	4.664,1	5.060,9
Acciones no cotizadas y otras participaciones	5.337,9	5.992,0	6.777,1	7.070,8	7.293,0	7.630,7	7.833,0	7.864,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Pasivos en forma de depósitos de las IFM y de la Administración Central (p. ej., Correos o el Tesoro) frente a las sociedades no financieras que forman parte de M3 (véase el glosario).

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres, saldos vivos)

	2003	2004	2005	2005 III- 2006 II	2005 IV- 2006 III	2006 I- 2006 IV	2006 II- 2007 I	2006 III- 2007 II
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera (+)	29,7	50,0	25,6	36,6	48,9	64,8	81,7	72,6
Efectivo y depósitos	7,0	12,4	7,0	7,8	8,2	12,4	17,9	2,3
<i>de los cuales depósitos de M3¹⁾</i>	10,8	22,4	20,5	-0,4	-8,8	0,2	12,6	26,5
Valores distintos de acciones, corto plazo	140,8	132,8	129,2	133,6	145,0	143,9	148,7	161,9
Valores distintos de acciones, largo plazo	11,6	6,6	-2,6	10,2	10,7	4,5	-9,2	-6,9
Préstamos	58,9	45,2	137,1	144,9	141,4	124,8	89,3	69,0
Acciones y otras participaciones	9,5	13,0	31,6	24,1	14,7	16,9	12,4	5,3
Acciones cotizadas	5,1	-1,1	18,2	21,5	25,5	20,3	13,0	15,3
Acciones no cotizadas y otras participaciones	44,3	33,3	87,3	99,2	101,1	87,5	63,8	48,4
Participaciones en fondos de inversión	6,8	3,3	-0,9	-4,3	-5,6	2,3	3,3	-0,5
<i>De las cuales, participaciones en fondos del mercado monetario</i>	-3,6	9,9	9,1	8,2	15,0	13,0	26,5	24,6
Otros activos netos (+)								
Financiación (-)	5,0	-1,8	0,1	-0,4	-0,4	4,0	4,0	3,6
Valores distintos de acciones	12,4	4,4	12,5	27,6	37,1	32,6	33,9	43,5
Préstamos	11,4	12,9	8,5	6,8	10,8	7,1	9,4	11,1
Acciones y otras participaciones	237,0	261,2	335,3	335,0	334,1	314,0	299,5	297,0
Reservas técnicas de seguro	210,3	229,5	291,8	296,0	291,4	267,0	249,0	247,6
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones								
Reservas para primas y para siniestros	26,8	31,6	43,5	39,0	42,7	47,0	50,5	49,4
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-17,7	-9,8	-37,5	-35,9	-29,3	-6,5	2,8	-7,4
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)	107,3	110,3	190,4	127,3	125,2	192,1	153,6	245,7
Acciones y otras participaciones	-10,1	159,2	43,5	-14,9	0,7	-51,5	-67,6	-82,9
Otros activos netos								
Otras variaciones de los pasivos (-)	98,3	20,7	117,4	83,9	86,2	49,9	36,4	101,2
Acciones y otras participaciones	33,7	84,3	139,4	72,4	61,3	58,0	44,5	39,1
Reservas técnicas de seguro	34,2	64,6	145,6	75,1	63,9	62,0	47,0	46,6
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones								
Reservas para primas y para siniestros	-0,5	19,8	-6,2	-2,7	-2,6	-4,0	-2,5	-7,5
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	-34,8	164,3	-22,9	-43,9	-21,6	32,6	5,1	22,5
Balance financiero								
Activos financieros (+)	579,0	630,8	659,3	684,3	704,3	724,3	751,6	760,0
Efectivo y depósitos	121,1	132,6	141,6	139,7	143,3	153,4	154,7	143,2
<i>de los cuales depósitos de M3¹⁾</i>	69,5	205,9	212,1	213,4	213,4	212,7	227,6	238,7
Valores distintos de acciones, corto plazo	1.489,0	1.659,4	1.808,8	1.843,4	1.910,8	1.902,5	1.927,2	1.945,2
Valores distintos de acciones, largo plazo	363,5	358,9	362,5	372,2	371,8	361,7	350,5	354,9
Préstamos	1.528,9	1.684,3	2.011,8	2.111,9	2.213,0	2.328,7	2.376,5	2.426,5
Acciones y otras participaciones	526,1	574,9	701,5	717,2	761,2	832,1	852,9	857,9
Acciones cotizadas	306,4	336,6	397,1	422,0	435,3	457,5	460,8	477,6
Acciones no cotizadas y otras participaciones	696,4	772,9	913,2	972,7	1.016,5	1.039,1	1.062,8	1.091,1
Participaciones en fondos de inversión	65,8	69,0	83,3	87,0	87,2	87,3	89,5	90,0
<i>De las cuales, participaciones en fondos del mercado monetario</i>	106,7	122,5	159,6	167,4	176,4	176,5	180,7	169,1
Otros activos netos (+)								
Pasivos (-)	23,4	21,9	22,0	22,3	23,0	26,2	26,1	25,5
Valores distintos de acciones	126,8	120,0	132,0	158,1	169,0	164,9	183,7	193,1
Préstamos	429,7	463,3	589,3	578,6	628,5	646,3	662,4	690,9
Acciones y otras participaciones	3.789,4	4.134,9	4.609,6	4.777,8	4.882,9	4.981,5	5.062,6	5.113,9
Reservas técnicas de seguro	3.208,5	3.502,6	3.940,0	4.092,8	4.183,6	4.268,9	4.335,9	4.387,1
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones								
Reservas para primas y para siniestros	580,9	632,3	669,6	685,0	699,3	712,6	726,7	726,8
= Riqueza financiera neta	-232,8	-78,2	-138,7	-144,2	-113,7	-112,5	-120,8	-129,0

Fuente: BCE.

1) Pasivos en forma de depósitos de las IFM y de la Administración Central (p. ej., Correos o el Tesoro) frente a las empresas de seguros y fondos de pensiones que forman parte de M3 (véase el glosario).

MERCADOS FINANCIEROS

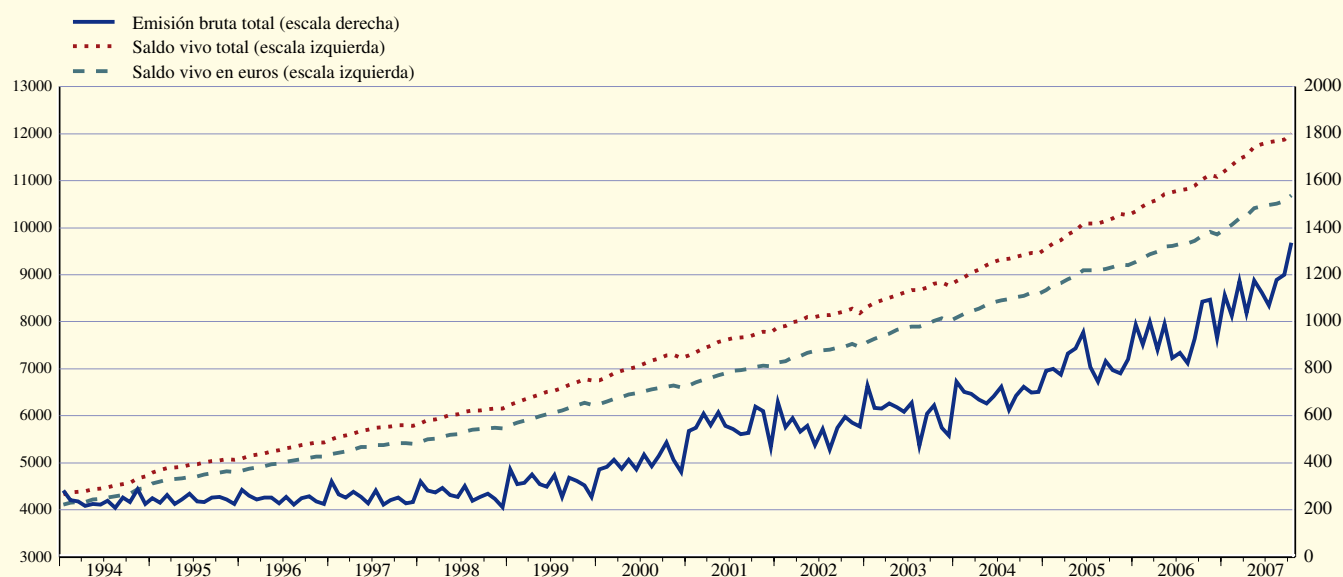
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
Total												
2006 Oct	11.617,3	1.106,3	93,3	9.826,4	1.023,0	101,6	11.031,6	1.086,0	122,2	7,9	112,6	8,0
Nov	11.755,9	1.134,7	137,7	9.917,8	1.036,6	90,8	11.122,9	1.092,7	107,4	8,2	94,7	8,2
Dic	11.732,1	977,3	-24,7	9.863,4	885,4	-55,8	11.078,4	930,1	-59,8	7,9	51,7	8,6
2007 Ene	11.830,7	1.145,7	98,9	9.960,5	1.052,2	97,5	11.205,4	1.111,8	116,1	7,9	74,7	8,9
Feb	11.940,6	1.044,7	110,0	10.057,0	958,3	96,6	11.321,6	1.024,4	123,5	8,2	94,8	9,3
Mar	12.172,2	1.258,0	230,4	10.193,8	1.119,0	135,5	11.464,0	1.171,6	141,7	8,5	107,4	10,1
Abr	12.194,9	1.039,8	22,4	10.249,0	981,4	54,8	11.529,8	1.036,4	72,0	8,5	63,2	9,0
May	12.408,3	1.216,4	214,3	10.410,1	1.113,9	162,0	11.718,5	1.175,4	183,9	9,0	138,0	9,7
Jun	12.538,6	1.219,7	130,1	10.454,3	1.067,5	44,1	11.776,0	1.123,7	54,7	9,2	48,5	9,6
Jul	12.543,5	1.074,9	3,9	10.484,3	1.002,8	29,1	11.824,1	1.068,5	50,3	9,2	66,0	9,4
Ago	12.571,8	1.183,3	28,4	10.510,4	1.130,7	26,4	11.845,8	1.179,1	27,4	9,2	84,5	9,1
Sep	12.665,6	1.243,9	93,1	10.569,9	1.154,6	58,8	11.876,8	1.200,7	48,4	9,1	59,9	8,2
Oct	.	.	.	10.691,7	1.266,9	120,8	12.014,2	1.334,8	137,9	9,1	122,0	9,2
A largo plazo												
2006 Oct	10.573,9	224,8	98,8	8.893,7	173,9	68,4	9.948,3	206,5	86,1	8,1	94,6	8,2
Nov	10.708,9	226,0	134,2	8.988,2	167,2	93,9	10.041,8	193,4	108,6	8,3	93,8	8,9
Dic	10.730,4	171,6	18,8	9.007,4	133,1	16,1	10.068,7	153,2	13,4	8,1	59,5	9,0
2007 Ene	10.806,6	231,3	76,2	9.057,7	176,6	50,5	10.140,0	200,4	61,5	8,1	67,7	9,2
Feb	10.905,8	237,4	99,4	9.140,6	189,6	83,1	10.236,7	223,2	104,6	8,4	82,4	9,5
Mar	11.043,1	277,6	137,2	9.236,7	212,6	95,9	10.335,7	233,4	101,0	8,6	77,8	9,9
Abr	11.084,5	181,7	41,1	9.267,9	155,2	31,0	10.373,0	176,9	44,7	8,5	52,9	8,9
May	11.271,0	266,4	188,2	9.403,1	198,7	136,7	10.528,9	225,0	152,0	9,0	108,3	9,1
Jun	11.371,2	258,6	98,8	9.468,0	190,2	63,5	10.609,5	216,6	77,0	8,9	46,7	8,8
Jul	11.398,9	197,8	27,3	9.480,3	161,6	12,0	10.634,0	187,6	26,3	8,8	47,4	8,3
Ago	11.392,9	102,4	-6,6	9.473,1	86,6	-7,8	10.631,9	103,8	-2,6	8,5	50,4	7,6
Sep	11.419,4	158,1	26,1	9.492,2	133,3	18,7	10.623,4	146,5	16,4	8,0	12,0	6,2
Oct	.	.	.	9.547,1	189,9	56,2	10.676,3	214,0	62,8	7,7	71,3	6,6

C15 Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro

(mm de euros)



Fuentes: BCE y BPI (en el caso de emisiones realizadas por no residentes en la zona del euro).

- 1) Emisión total de valores distintos de acciones denominados en euros realizadas por residentes y no residentes en la zona del euro.
- 2) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo de las tasas de crecimiento. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2005	10.269	4.119	933	607	4.327	283	9.874	6.988	325	1.031	1.435	95
2006	11.078	4.563	1.167	636	4.408	305	11.334	8.377	419	1.113	1.339	85
2006 IV	11.078	4.563	1.167	636	4.408	305	3.109	2.364	147	334	241	23
2007 I	11.464	4.758	1.260	648	4.489	309	3.308	2.446	140	285	415	23
II	11.776	4.865	1.318	684	4.601	308	3.335	2.359	117	453	389	18
III	11.877	4.952	1.351	677	4.586	310	3.448	2.603	89	392	345	19
2007 Jul	11.824	4.902	1.344	693	4.577	307	1.068	749	46	152	115	6
Ago	11.846	4.930	1.354	683	4.571	308	1.179	920	22	135	97	5
Sep	11.877	4.952	1.351	677	4.586	310	1.201	934	21	105	132	8
Oct	12.014	5.050	1.388	686	4.575	315	1.335	1.001	60	125	140	10
A corto plazo												
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.010	570	12	94	329	4	9.175	7.375	60	1.023	686	31
2006 IV	1.010	570	12	94	329	4	2.556	2.086	14	305	144	7
2007 I	1.128	621	12	106	385	4	2.651	2.132	16	271	222	8
II	1.166	623	11	120	407	5	2.717	2.072	12	413	210	9
III	1.253	712	9	117	409	7	3.010	2.404	10	378	207	11
2007 Jul	1.190	642	10	128	406	5	881	672	3	142	60	3
Ago	1.214	666	10	119	413	5	1.075	862	4	134	72	3
Sep	1.253	712	9	117	409	7	1.054	870	3	102	75	5
Oct	1.338	774	17	126	414	7	1.121	904	11	117	84	4
Total a largo plazo ¹⁾												
2005	9.323	3.637	926	516	3.966	278	2.077	942	280	88	706	61
2006	10.069	3.993	1.155	542	4.079	301	2.159	1.002	360	90	653	54
2006 IV	10.069	3.993	1.155	542	4.079	301	553	279	133	29	97	16
2007 I	10.336	4.137	1.248	542	4.105	304	657	313	123	13	192	14
II	10.610	4.242	1.307	563	4.194	304	619	287	105	40	179	8
III	10.623	4.241	1.342	560	4.177	304	438	198	79	14	138	8
2007 Jul	10.634	4.261	1.334	566	4.171	302	188	77	43	10	55	3
Ago	10.632	4.264	1.344	564	4.158	303	104	57	18	1	25	2
Sep	10.623	4.241	1.342	560	4.177	304	146	64	19	3	58	3
Oct	10.676	4.277	1.372	559	4.161	308	214	97	48	8	55	5
Del cual: a tipo fijo												
2005	6.724	2.020	462	408	3.616	217	1.229	414	92	53	622	48
2006	7.047	2.136	543	413	3.719	237	1.289	475	142	56	576	39
2006 IV	7.047	2.136	543	413	3.719	237	280	116	46	18	90	10
2007 I	7.163	2.211	569	413	3.728	243	402	172	40	9	169	13
II	7.306	2.256	583	426	3.798	244	339	132	28	24	147	7
III	7.305	2.254	590	421	3.793	246	261	100	24	7	123	7
2007 Jul	7.297	2.267	588	426	3.771	245	109	41	10	5	50	3
Ago	7.298	2.269	595	425	3.764	245	66	32	12	0	21	2
Sep	7.305	2.254	590	421	3.793	246	86	28	2	1	52	3
Oct	7.315	2.280	592	424	3.769	250	126	54	16	5	47	4
Del cual: a tipo variable												
2005	2.266	1.350	458	92	306	60	718	432	188	27	58	12
2006	2.603	1.507	603	115	314	64	716	405	214	31	51	15
2006 IV	2.603	1.507	603	115	314	64	232	124	86	11	5	7
2007 I	2.725	1.560	669	115	320	61	213	114	82	4	13	1
II	2.846	1.603	714	126	343	60	227	111	76	16	23	1
III	2.867	1.605	739	127	338	57	138	71	52	7	8	1
2007 Jul	2.869	1.602	735	128	345	58	64	24	32	5	3	0
Ago	2.864	1.606	737	127	336	58	27	19	5	1	2	1
Sep	2.867	1.605	739	127	338	57	47	28	15	1	4	0
Oct	2.901	1.608	767	125	344	58	71	28	32	3	6	1

Fuente: BCE.

1) La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

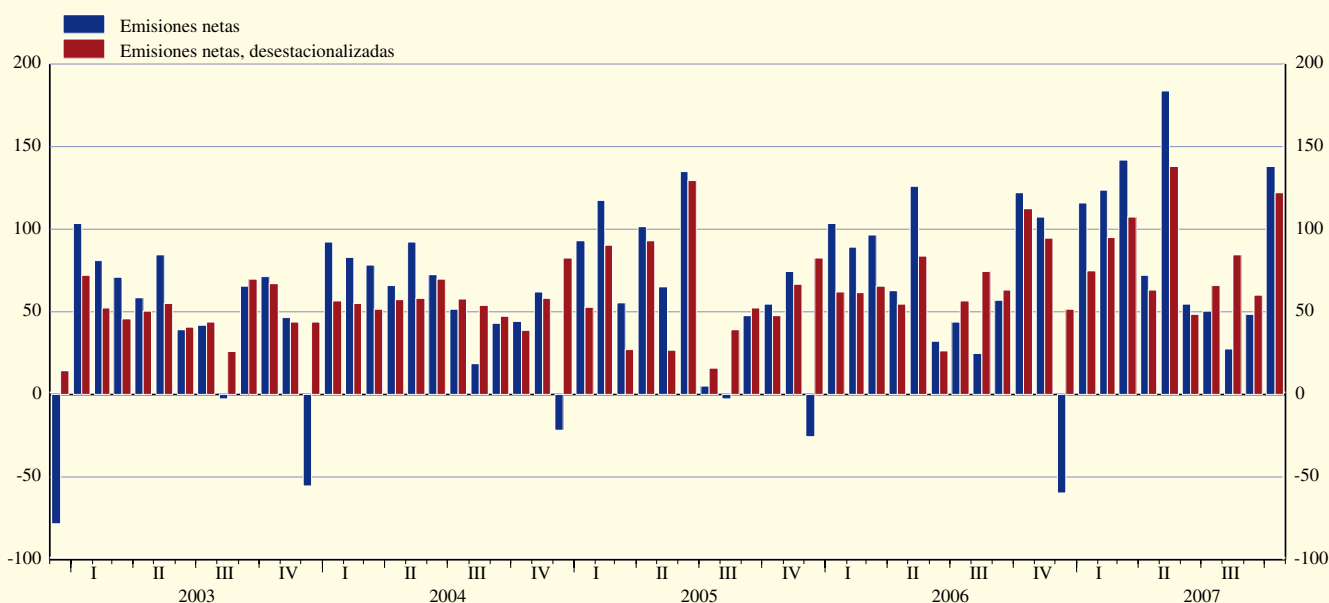
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar						Desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2005	720,5	319,8	175,8	20,9	171,5	32,4	723,3	323,7	172,6	20,8	173,8	32,6
2006	805,2	418,5	241,3	32,6	90,5	22,3	806,9	424,0	237,7	32,8	90,1	22,3
2006 IV	169,8	97,8	99,0	7,6	-41,2	6,7	258,9	133,1	70,8	11,9	38,2	5,0
2007 I	381,3	187,1	94,6	13,0	82,7	3,9	276,8	122,4	112,0	10,6	29,3	2,6
II	310,5	102,5	59,5	36,3	112,4	-0,1	249,8	110,7	46,1	28,1	65,6	-0,9
III	126,1	100,9	39,0	-4,8	-11,1	2,2	210,4	126,5	67,1	2,2	8,4	6,1
2007 Jul	50,3	37,1	27,2	10,1	-23,0	-1,1	66,0	33,0	30,4	8,5	-5,8	0,0
Ago	27,4	33,6	9,8	-10,3	-6,3	0,6	84,5	53,1	29,6	-6,5	6,0	2,4
Sep	48,4	30,3	2,0	-4,6	18,1	2,6	59,9	40,5	7,1	0,3	8,3	3,7
Oct	137,9	86,1	47,8	9,4	-9,8	4,5	122,0	61,9	44,9	4,7	6,2	4,2
A largo plazo												
2005	712,9	296,4	176,2	21,3	186,3	32,7	713,9	298,0	173,0	21,0	189,1	32,8
2006	755,9	346,0	235,9	29,2	121,5	23,3	755,9	347,9	232,4	29,0	123,3	23,3
2006 IV	208,1	96,0	98,3	9,8	-3,2	7,2	247,9	120,9	70,1	7,4	44,0	5,5
2007 I	267,1	141,1	94,9	1,0	26,7	3,3	227,9	107,2	112,0	7,5	-0,9	2,1
II	273,7	101,3	60,6	22,3	90,2	-0,6	207,8	97,1	47,1	15,8	49,2	-1,3
III	40,1	14,5	40,7	-1,4	-14,0	0,3	109,8	28,2	69,2	1,2	7,0	4,1
2007 Jul	26,3	18,8	27,9	2,4	-21,8	-1,2	47,4	17,2	31,5	1,2	-2,6	0,2
Ago	-2,6	2,7	9,7	-1,7	-13,8	0,6	50,4	20,4	29,6	0,8	-2,6	2,3
Sep	16,4	-7,0	3,1	-2,2	21,6	0,9	12,0	-9,3	8,1	-0,8	12,3	1,7
Oct	62,8	33,2	40,3	0,1	-14,9	4,1	71,3	30,6	36,4	-1,7	2,2	3,8

C16 Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes, valores nominales)

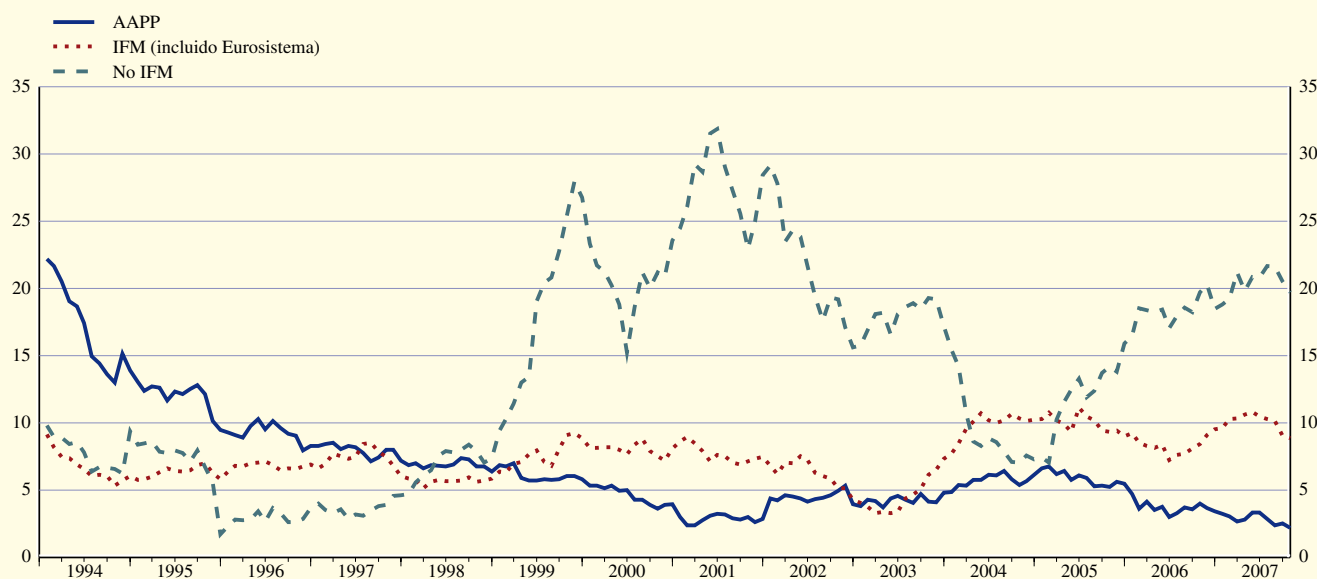


Fuente: BCE.

4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2006 Oct	7,9	9,6	29,1	3,5	2,6	9,5	8,0	10,2	27,8	4,1	2,3	8,4
Nov	8,2	10,0	29,5	4,7	2,5	8,8	8,2	9,4	29,1	3,6	3,2	7,0
Dic	7,9	10,2	26,0	5,4	2,1	7,9	8,6	11,0	26,8	4,1	3,2	5,5
2007 Ene	7,9	10,5	26,6	4,5	1,9	7,4	8,9	11,9	27,9	4,9	2,7	4,4
Feb	8,2	10,7	27,3	4,7	2,1	5,8	9,3	12,2	30,6	7,5	2,3	2,1
Mar	8,5	10,4	30,0	5,7	2,4	6,6	10,1	11,7	36,7	7,3	3,1	5,1
Abr	8,5	10,6	27,9	6,0	2,6	7,2	9,0	10,9	28,1	7,7	2,9	6,1
May	9,0	10,4	29,7	6,0	3,5	5,1	9,7	11,5	30,1	8,1	3,8	3,3
Jun	9,2	10,6	28,2	8,2	3,8	3,4	9,6	10,3	29,4	12,4	4,3	1,1
Jul	9,2	10,8	28,7	10,1	3,3	2,6	9,4	9,7	29,7	15,5	3,9	0,7
Ago	9,2	11,0	28,6	9,7	3,1	2,6	9,1	9,9	26,9	12,0	3,9	3,0
Sep	9,1	10,9	27,3	8,3	3,2	4,2	8,2	10,3	18,8	9,5	3,3	3,5
Oct	9,1	11,1	26,9	8,5	3,0	5,5	9,2	11,2	25,8	9,2	3,1	5,1
A largo plazo												
2006 Oct	8,1	8,4	28,7	4,7	3,6	10,0	8,2	9,3	27,3	3,7	3,2	9,0
Nov	8,3	9,1	29,2	5,1	3,3	9,4	8,9	10,4	28,8	2,5	3,9	7,6
Dic	8,1	9,5	25,6	5,7	3,1	8,4	9,0	10,5	26,7	3,8	4,3	6,2
2007 Ene	8,1	9,6	26,3	5,4	2,9	7,6	9,2	11,3	27,8	6,0	3,6	4,8
Feb	8,4	10,3	27,1	4,8	2,9	5,9	9,5	12,4	30,8	6,2	2,6	2,6
Mar	8,6	10,3	29,7	5,3	2,4	6,9	9,9	12,1	37,0	5,6	2,1	5,2
Abr	8,5	10,6	27,8	4,8	2,5	7,4	8,9	11,9	28,5	5,8	1,7	5,8
May	9,0	10,8	29,7	4,2	3,2	5,1	9,1	11,2	30,4	6,0	2,5	2,8
Jun	8,9	10,5	28,4	6,3	3,3	3,4	8,8	10,4	30,0	8,8	2,4	0,6
Jul	8,8	10,3	29,0	7,2	2,9	2,7	8,3	9,3	30,5	8,3	2,1	0,6
Ago	8,5	10,1	29,0	7,0	2,4	2,6	7,6	8,0	27,5	7,9	2,1	2,7
Sep	8,0	9,1	27,9	6,0	2,4	3,5	6,2	6,2	19,5	6,3	2,8	1,9
Oct	7,7	8,9	26,7	5,3	2,0	4,6	6,6	5,9	24,9	4,8	2,4	3,6

C17 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas (tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo de las tasas de crecimiento. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

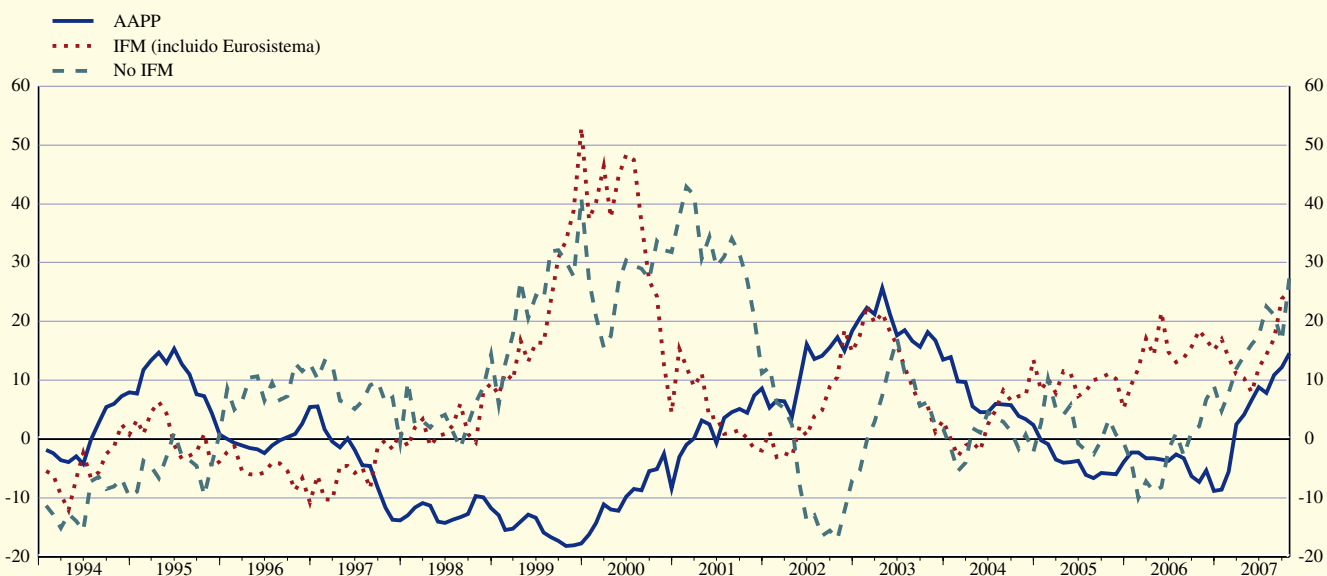
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2005	4,7	3,1	5,6	0,4	5,5	15,0	19,5	18,6	35,6	22,3	9,9	4,8
2006	4,5	4,7	13,8	0,9	3,1	13,4	16,4	11,8	41,0	28,0	5,2	4,5
2006 IV	5,0	5,4	19,9	1,1	3,1	11,0	15,5	11,0	36,1	27,4	5,5	5,0
2007 I	5,3	6,3	20,5	2,7	2,9	7,7	15,2	12,1	33,1	21,9	1,5	4,6
II	5,5	7,5	19,8	2,7	2,6	7,5	16,5	12,1	37,5	18,9	5,7	-0,3
III	5,3	8,0	17,5	4,6	2,3	5,0	16,2	11,1	39,1	19,5	4,7	-4,8
2007 May	5,7	7,3	20,9	2,1	3,0	7,3	16,5	12,1	38,1	16,9	6,0	-2,8
Jun	5,7	8,0	17,0	3,9	3,0	5,1	16,9	11,8	39,2	19,7	7,0	-3,1
Jul	5,4	8,3	17,5	4,9	2,2	4,8	16,5	11,0	39,8	20,2	6,5	-5,5
Ago	5,3	8,2	18,2	5,1	1,9	4,7	16,0	11,1	38,8	19,1	3,3	-5,2
Sep	5,0	6,8	16,6	3,9	2,5	5,6	15,3	10,6	38,0	18,7	1,5	-4,5
Oct	4,6	6,9	14,7	4,5	1,7	6,8	15,3	10,0	37,6	12,9	5,2	-3,7
En euros												
2005	4,3	0,9	8,9	-0,1	5,4	15,3	18,9	17,3	35,0	22,1	10,3	5,4
2006	3,8	3,1	11,2	0,1	3,2	13,6	15,2	10,1	37,6	30,9	5,4	3,7
2006 IV	4,3	4,1	14,9	-0,3	3,3	11,0	14,5	9,5	33,3	30,3	5,6	4,0
2007 I	4,7	5,4	16,0	1,1	3,2	7,7	14,0	10,9	29,7	23,3	1,5	4,1
II	4,8	6,8	16,2	0,8	2,9	7,4	15,8	11,2	35,0	19,7	5,8	-0,8
III	4,7	7,2	14,5	3,3	2,5	5,2	15,6	10,3	37,3	18,6	4,8	-5,7
2007 May	5,0	6,6	17,2	0,2	3,3	7,0	15,8	11,1	35,8	17,6	6,1	-3,4
Jun	5,0	7,2	14,0	2,3	3,2	5,2	16,4	10,9	37,5	19,5	7,1	-3,7
Jul	4,7	7,4	14,7	3,7	2,4	4,9	15,9	9,9	37,9	19,4	6,6	-6,4
Ago	4,6	7,4	15,1	3,8	2,1	5,0	15,5	10,5	37,0	18,0	3,4	-6,1
Sep	4,5	5,9	13,5	2,4	2,9	5,9	14,7	9,8	36,3	17,7	1,7	-5,4
Oct	4,1	6,3	12,9	3,1	1,9	7,1	14,9	9,6	35,6	11,7	5,3	-4,4

C18 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo de las tasas de crecimiento.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro¹⁾

(mm de euros, salvo indicación en contrario; valores de mercado)

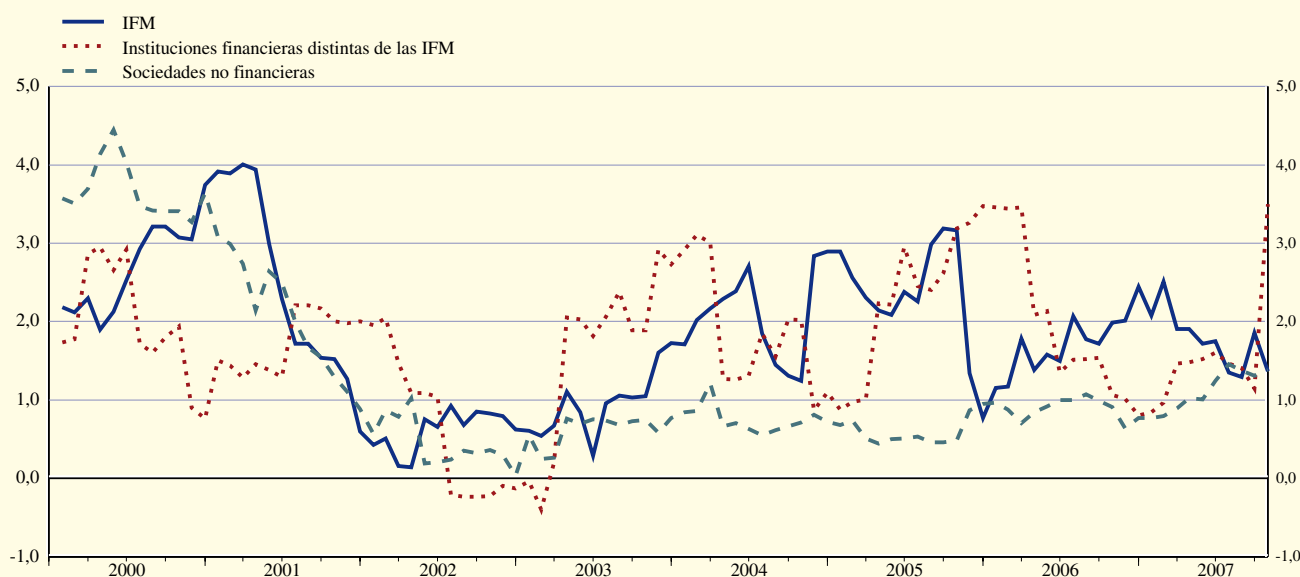
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 Oct	4.666,6	103,1	1,2	752,4	3,2	481,5	3,2	3.432,7	0,5
Nov	4.889,2	103,4	1,2	809,2	1,3	514,6	3,3	3.565,4	0,9
Dic	5.063,5	103,5	1,2	836,4	0,8	541,8	3,5	3.685,3	0,9
2006 Ene	5.304,1	103,6	1,2	884,8	1,2	536,8	3,5	3.882,4	1,0
Feb	5.443,8	103,6	1,2	938,8	1,2	562,8	3,4	3.942,2	0,9
Mar	5.645,4	103,6	1,2	962,3	1,8	580,1	3,5	4.102,9	0,7
Abr	5.670,2	103,7	1,1	948,8	1,4	573,9	2,1	4.147,5	0,8
May	5.379,5	103,8	1,2	896,7	1,6	534,5	2,1	3.948,3	0,9
Jun	5.391,0	104,0	1,1	905,0	1,5	530,7	1,3	3.955,3	1,0
Jul	5.387,8	104,1	1,2	918,4	2,1	544,5	1,5	3.924,9	1,0
Ago	5.569,1	104,1	1,2	958,6	1,8	595,8	1,5	4.014,8	1,1
Sep	5.710,2	104,2	1,2	986,1	1,7	607,8	1,5	4.116,3	1,0
Oct	5.897,5	104,3	1,1	1.015,6	2,0	614,5	1,1	4.267,3	0,9
Nov	5.951,6	104,4	0,9	1.024,3	2,0	603,9	1,0	4.323,5	0,6
Dic	6.169,3	104,6	1,1	1.056,3	2,4	623,3	0,8	4.489,7	0,8
2007 Ene	6.343,8	104,6	1,0	1.111,3	2,1	641,9	0,8	4.590,6	0,8
Feb	6.259,2	104,7	1,1	1.081,2	2,5	633,5	1,0	4.544,5	0,8
Mar	6.476,0	104,8	1,1	1.099,9	1,9	644,8	1,5	4.731,3	0,9
Abr	6.724,1	105,0	1,2	1.156,5	1,9	670,7	1,5	4.896,9	1,0
May	7.003,2	105,1	1,2	1.161,3	1,7	684,3	1,5	5.157,6	1,0
Jun	6.924,9	105,4	1,4	1.115,5	1,8	672,3	1,6	5.137,1	1,2
Jul	6.701,5	105,6	1,5	1.081,1	1,4	608,3	1,5	5.012,1	1,5
Ago	6.586,7	105,6	1,4	1.041,6	1,3	583,3	1,4	4.961,8	1,4
Sep	6.652,0	105,6	1,4	1.030,5	1,9	596,8	1,1	5.024,7	1,3
Oct	6.903,4	105,9	1,6	1.052,3	1,4	628,7	3,5	5.222,4	1,4

CI9 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

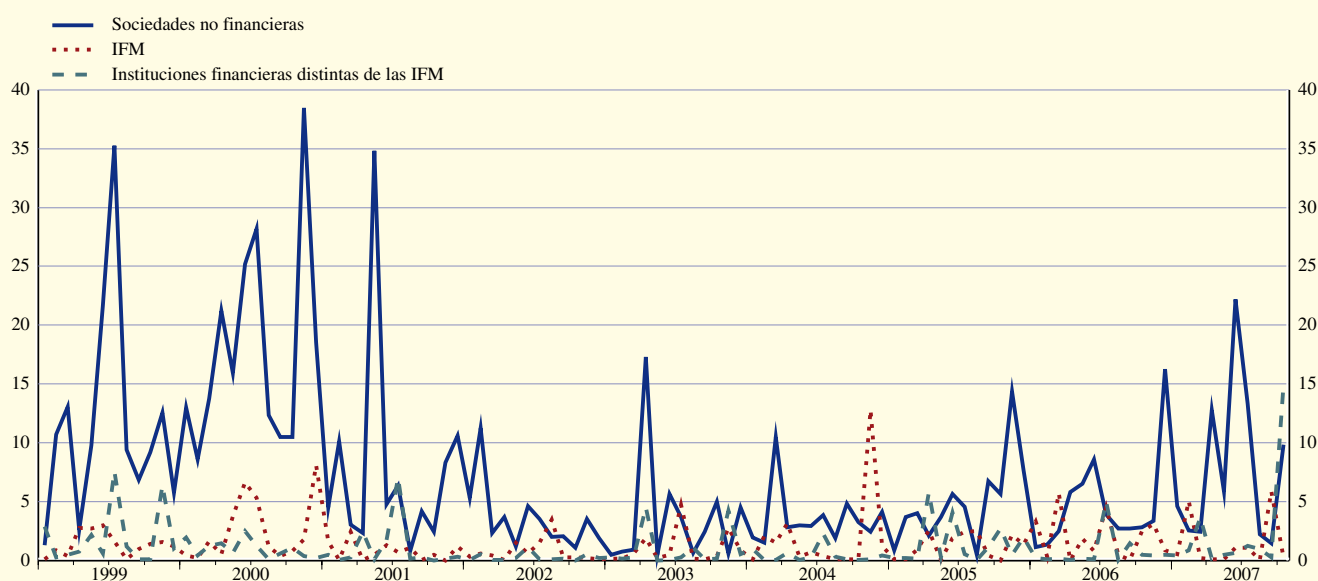
1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro¹⁾
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2005 Oct	8,3	1,6	6,8	0,0	0,1	-0,1	2,7	0,0	2,7	5,6	1,4	4,2
Nov	17,0	3,9	13,0	2,1	0,0	2,1	0,5	0,1	0,4	14,4	3,9	10,5
Dic	10,9	7,4	3,5	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,7	2,6	5,0
2006 Ene	4,6	0,8	3,9	3,3	0,0	3,3	0,2	0,0	0,2	1,1	0,7	0,4
Feb	1,7	1,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	1,3	1,6	-0,3
Mar	8,3	5,4	2,9	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,1	2,5	5,4	-3,0
Abr	5,8	0,5	5,3	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,8	0,3	5,5
May	8,5	2,2	6,3	1,9	0,0	1,8	0,2	0,0	0,2	6,5	2,2	4,3
Jun	9,4	2,7	6,7	0,8	0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	8,6	2,4	6,2
Jul	13,4	6,6	6,8	4,5	0,0	4,5	5,0	3,5	1,5	3,9	3,1	0,8
Ago	3,2	1,8	1,4	0,4	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,1	2,7	1,6	1,1
Sep	4,2	0,5	3,7	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	2,7	0,5	2,2
Oct	5,8	1,2	4,6	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,8	1,2	1,6
Nov	6,9	2,1	4,8	3,1	0,0	3,1	0,4	0,2	0,3	3,3	1,9	1,5
Dic	17,6	5,1	12,5	0,9	0,3	0,5	0,5	0,0	0,5	16,2	4,7	11,5
2007 Ene	5,5	3,9	1,6	0,5	0,1	0,4	0,4	0,0	0,4	4,6	3,8	0,8
Feb	8,4	2,0	6,4	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
Mar	6,3	1,7	4,6	0,2	0,0	0,2	3,6	0,4	3,3	2,4	1,4	1,1
Abr	13,0	0,4	12,6	0,1	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,1	12,8	0,2	12,6
May	6,4	1,8	4,5	0,1	0,0	0,1	0,4	0,0	0,4	5,8	1,8	4,0
Jun	23,8	1,6	22,3	1,0	0,0	1,0	0,6	0,0	0,6	22,2	1,6	20,6
Jul	15,7	1,8	13,8	1,1	0,0	1,1	1,2	0,3	0,9	13,3	1,5	11,8
Ago	3,2	6,6	-3,4	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	2,2	5,1	-2,8
Sep	7,5	2,5	5,1	5,9	0,0	5,9	0,2	0,3	-0,1	1,4	2,1	-0,7
Oct	25,0	7,4	17,6	0,3	2,6	-2,4	14,9	0,5	14,4	9,9	4,3	5,6

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor
(mm de euros; operaciones realizadas en el mes; valores de mercado)



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro¹⁾

(en porcentaje; saldos vivos fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

1. Tipos de interés aplicados a los depósitos (nuevas operaciones)

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006 Nov	0,91	3,10	3,34	2,80	2,30	2,81	1,49	3,26	3,46	3,66	3,23
Dic	0,92	3,27	3,31	2,79	2,38	2,87	1,51	3,47	4,95	3,87	3,41
2007 Ene	0,98	3,33	3,48	2,92	2,35	2,98	1,61	3,49	3,91	4,07	3,46
Feb	1,00	3,37	3,64	2,72	2,35	3,07	1,64	3,48	3,80	4,15	3,47
Mar	1,02	3,51	3,65	2,68	2,39	3,14	1,71	3,67	3,83	3,72	3,64
Abr	1,04	3,59	3,68	2,78	2,42	3,20	1,75	3,74	4,01	3,87	3,70
May	1,06	3,62	3,51	2,72	2,43	3,25	1,78	3,74	3,80	3,72	3,73
Jun	1,08	3,78	3,79	2,64	2,42	3,32	1,77	3,94	4,09	4,16	3,90
Jul	1,10	3,86	3,90	2,97	2,45	3,40	1,81	4,01	4,16	4,51	3,95
Ago	1,14	3,93	3,93	3,01	2,53	3,46	1,89	4,08	4,33	4,20	3,93
Sep	1,16	4,07	3,98	2,92	2,58	3,50	1,91	4,14	4,34	4,41	3,97
Oct	1,17	4,11	4,16	3,32	2,54	3,57	1,96	4,07	4,37	4,64	3,92

2. Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006 Nov	10,07	7,66	6,12	8,15	7,81	4,49	4,50	4,58	4,47	4,76	4,97	5,26	4,91
Dic	10,03	7,55	6,05	7,97	7,71	4,56	4,58	4,56	4,49	4,80	4,93	5,24	4,82
2007 Ene	10,14	7,63	6,68	8,39	8,25	4,68	4,60	4,60	4,50	4,83	5,13	5,43	4,92
Feb	10,31	7,69	6,83	8,27	8,28	4,71	4,71	4,70	4,61	4,90	5,27	5,38	5,14
Mar	10,22	7,51	6,68	8,34	8,14	4,79	4,76	4,71	4,62	4,94	5,26	5,60	5,20
Abr	10,29	7,77	6,69	8,24	8,15	4,85	4,73	4,75	4,67	5,00	5,29	5,57	5,21
May	10,32	8,10	6,73	8,30	8,27	4,88	4,80	4,81	4,74	5,02	5,38	5,65	5,32
Jun	10,38	8,07	6,66	8,25	8,25	5,00	4,93	4,90	4,82	5,15	5,49	5,77	5,37
Jul	10,49	8,06	6,76	8,30	8,35	5,06	4,93	5,02	4,91	5,26	5,54	5,80	5,41
Ago	10,55	8,43	6,85	8,31	8,48	5,15	4,98	5,08	4,90	5,24	5,36	5,93	5,47
Sep	10,53	8,48	6,83	8,39	8,54	5,23	5,02	5,09	5,02	5,31	5,46	5,87	5,51
Oct	10,64	8,08	6,86	8,28	8,38	5,28	5,03	5,07	5,09	5,42	5,63	6,04	5,56

3. Tipos de interés aplicados a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
2006 Nov	5,82	5,00	5,25	4,68	4,31	4,62	4,58
Dic	5,80	5,08	5,24	4,71	4,50	4,77	4,63
2007 Ene	5,94	5,16	5,31	4,69	4,44	4,67	4,70
Feb	6,03	5,21	5,44	4,86	4,51	4,69	4,71
Mar	6,04	5,30	5,45	4,88	4,66	4,81	4,87
Abr	6,12	5,37	5,47	4,88	4,70	4,99	4,90
May	6,12	5,43	5,57	4,95	4,72	5,10	5,12
Jun	6,17	5,53	5,70	5,03	4,89	5,28	5,17
Jul	6,30	5,58	5,77	5,09	4,90	4,95	5,17
Ago	6,35	5,77	5,86	5,17	5,01	5,46	5,29
Sep	6,49	5,93	5,90	5,23	5,20	5,60	5,41
Oct	6,53	5,95	5,98	5,22	5,11	5,08	5,31

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.
- Para esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se han asignado al sector hogares, ya que, para el conjunto de todos los Estados miembros participantes, el saldo vivo de las sociedades no financieras es insignificante, en comparación con el relativo al sector hogares.
- La tasa anual equivalente cubre el coste total de un préstamo. El coste total comprende un componente de tipo de interés y un componente de comisiones (relacionadas con la operación del préstamo), que se derivan de los costes de información, de preparación de documentos, avales, etc.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro
(en porcentaje; saldos vivos fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldos vivos)

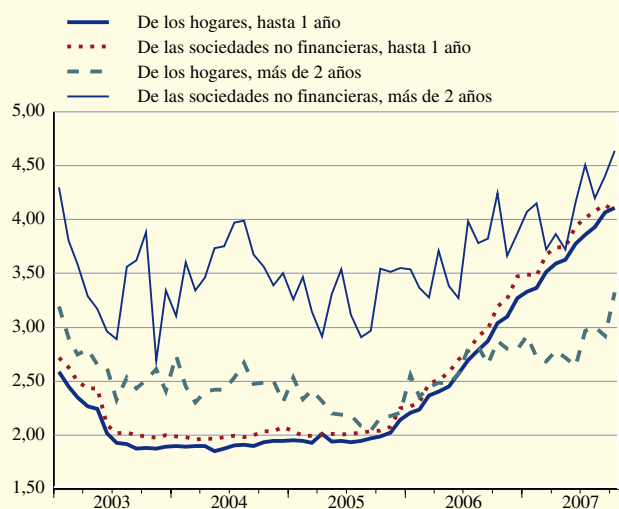
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo			
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2006 Nov	0,91	2,78	3,05	2,30	2,81	1,49	3,24	3,80	3,14	
Dic	0,92	2,89	3,05	2,38	2,87	1,51	3,42	3,88	3,29	
2007 Ene	0,98	2,99	3,06	2,35	2,98	1,61	3,45	3,91	3,36	
Feb	1,00	3,07	3,12	2,35	3,07	1,64	3,49	3,92	3,41	
Mar	1,02	3,16	3,05	2,39	3,14	1,71	3,61	3,93	3,54	
Abr	1,04	3,23	3,06	2,42	3,20	1,75	3,67	3,93	3,59	
May	1,06	3,30	3,03	2,43	3,25	1,78	3,72	3,96	3,66	
Jun	1,08	3,39	3,04	2,42	3,32	1,77	3,87	3,99	3,79	
Jul	1,10	3,49	3,02	2,45	3,40	1,81	3,92	4,00	3,85	
Ago	1,14	3,58	3,03	2,53	3,46	1,89	4,03	4,07	3,89	
Sep	1,16	3,68	3,06	2,58	3,50	1,91	4,13	4,09	3,93	
Oct	1,17	3,78	3,09	2,54	3,57	1,96	4,17	4,12	3,93	

5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	Préstamos a hogares						Préstamos a sociedades no financieras		
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 Nov	4,98	4,33	4,68	8,33	6,81	5,91	5,14	4,59	4,63
Dic	5,01	4,34	4,70	8,41	6,81	5,93	5,23	4,66	4,68
2007 Ene	5,05	4,38	4,72	8,53	6,83	5,95	5,30	4,76	4,77
Feb	5,11	4,46	4,79	8,66	6,95	5,96	5,37	4,83	4,83
Mar	5,14	4,45	4,79	8,62	6,88	5,95	5,44	4,90	4,84
Abr	5,14	4,48	4,80	8,67	6,96	5,97	5,50	4,94	4,87
May	5,16	4,48	4,82	8,71	6,95	5,97	5,50	4,98	4,90
Jun	5,20	4,53	4,86	8,68	6,94	6,01	5,62	5,09	4,96
Jul	5,28	4,57	4,89	8,80	6,95	6,06	5,70	5,15	5,00
Ago	5,35	4,58	4,90	8,85	6,97	6,08	5,76	5,24	5,05
Sep	5,39	4,64	4,94	8,99	7,00	6,13	5,91	5,34	5,14
Oct	5,44	4,67	4,98	9,02	7,09	6,18	5,96	5,44	5,21

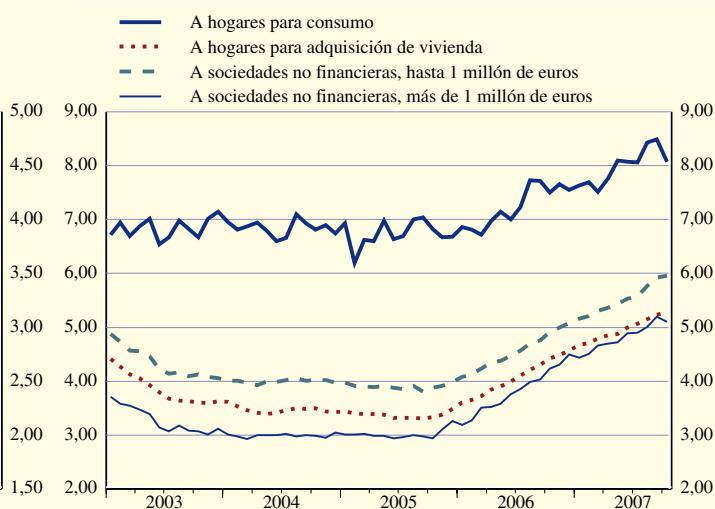
C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



C22 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

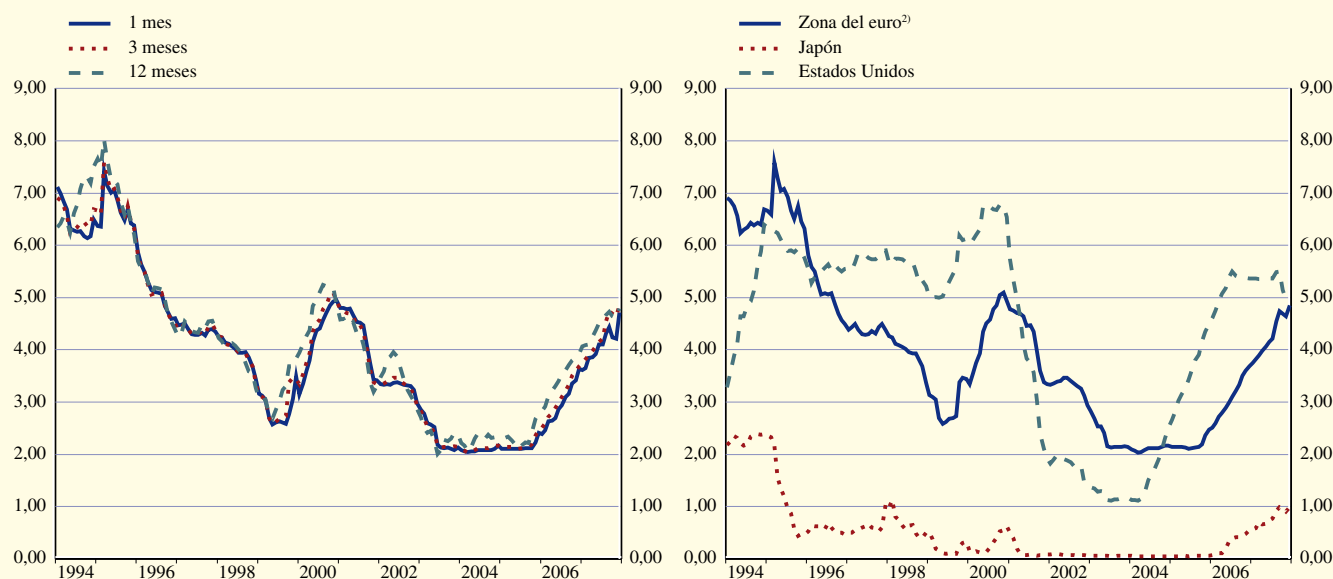
	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2006 IV	3,36	3,46	3,59	3,72	3,86	5,37	0,49
2007 I	3,61	3,71	3,82	3,94	4,09	5,36	0,62
II	3,86	3,96	4,07	4,20	4,38	5,36	0,69
III	4,05	4,28	4,49	4,56	4,65	5,45	0,89
IV	3,95	4,37	4,72	4,70	4,68	5,02	0,96
2006 Dic	3,50	3,64	3,68	3,79	3,92	5,36	0,56
2007 Ene	3,56	3,62	3,75	3,89	4,06	5,36	0,56
Feb	3,57	3,65	3,82	3,94	4,09	5,36	0,59
Mar	3,69	3,84	3,89	4,00	4,11	5,35	0,71
Abr	3,82	3,86	3,98	4,10	4,25	5,35	0,66
May	3,79	3,92	4,07	4,20	4,37	5,36	0,67
Jun	3,96	4,10	4,15	4,28	4,51	5,36	0,73
Jul	4,06	4,11	4,22	4,36	4,56	5,36	0,77
Ago	4,05	4,31	4,54	4,59	4,67	5,48	0,92
Sep	4,03	4,43	4,74	4,75	4,72	5,49	0,99
Oct	3,94	4,24	4,69	4,66	4,65	5,15	0,97
Nov	4,02	4,22	4,64	4,63	4,61	4,96	0,91
Dic	3,88	4,71	4,85	4,82	4,79	4,97	0,99

C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro²⁾

(mensuales; en porcentaje)

C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las Notas Generales, para más información.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

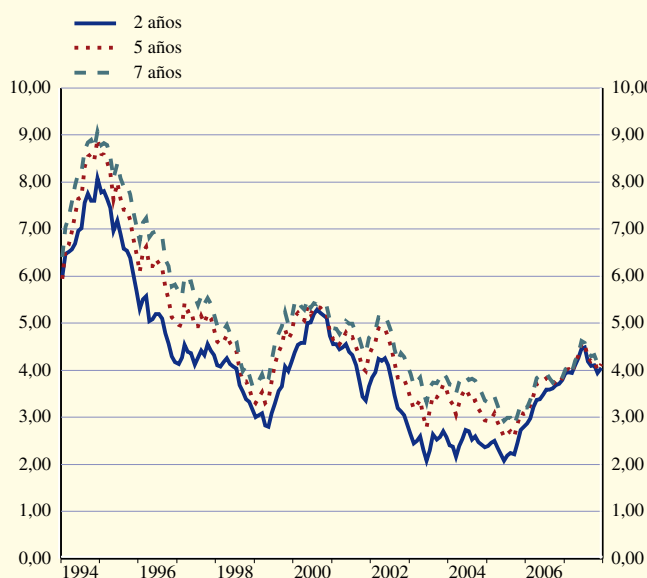
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del periodo)

	Zona del euro ^{1), 2)}					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2006	3,44	3,51	3,64	3,72	3,86	4,79	1,74
2007	4,13	4,15	4,20	4,27	4,33	4,63	1,68
2006 IV	3,73	3,73	3,77	3,79	3,86	4,63	1,70
2007 I	3,95	3,96	3,99	4,02	4,08	4,68	1,68
II	4,27	4,30	4,34	4,38	4,42	4,84	1,74
III	4,26	4,30	4,34	4,42	4,48	4,74	1,72
IV	4,03	4,06	4,12	4,25	4,34	4,27	1,57
2006 Dic	3,79	3,79	3,83	3,84	3,90	4,57	1,64
2007 Ene	3,94	3,96	4,02	4,02	4,10	4,76	1,71
Feb	3,96	3,98	4,02	4,07	4,12	4,73	1,71
Mar	3,94	3,94	3,95	3,96	4,02	4,56	1,62
Abr	4,11	4,12	4,15	4,20	4,25	4,69	1,67
May	4,26	4,28	4,31	4,34	4,37	4,75	1,67
Jun	4,45	4,51	4,57	4,62	4,66	5,11	1,89
Jul	4,48	4,52	4,55	4,59	4,63	5,01	1,89
Ago	4,19	4,23	4,27	4,38	4,43	4,68	1,65
Sep	4,10	4,14	4,19	4,30	4,37	4,51	1,61
Oct	4,11	4,16	4,21	4,32	4,40	4,52	1,66
Nov	3,94	3,96	4,00	4,15	4,25	4,16	1,51
Dic	4,05	4,06	4,14	4,29	4,38	4,10	1,53

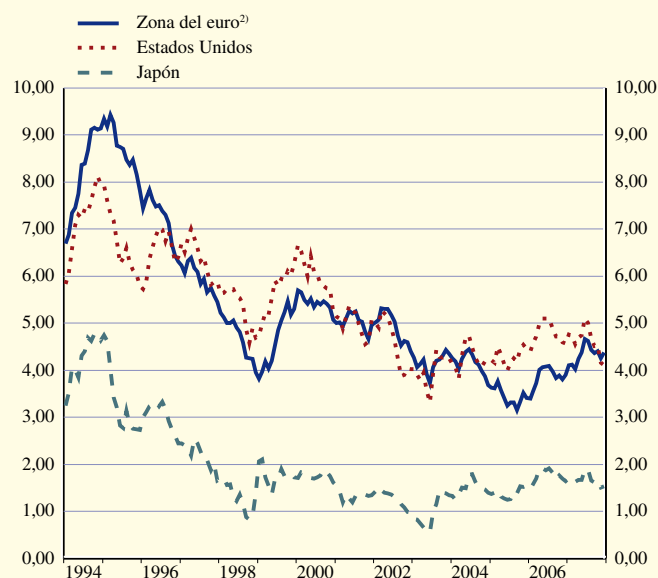
C25 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro²⁾

(mensuales; en porcentaje)



C26 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

- Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculan ponderando los rendimientos nacionales armonizados de la deuda pública por el PIB. A partir de entonces, las ponderaciones utilizadas son los saldos nominales de deuda pública a cada plazo.
- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

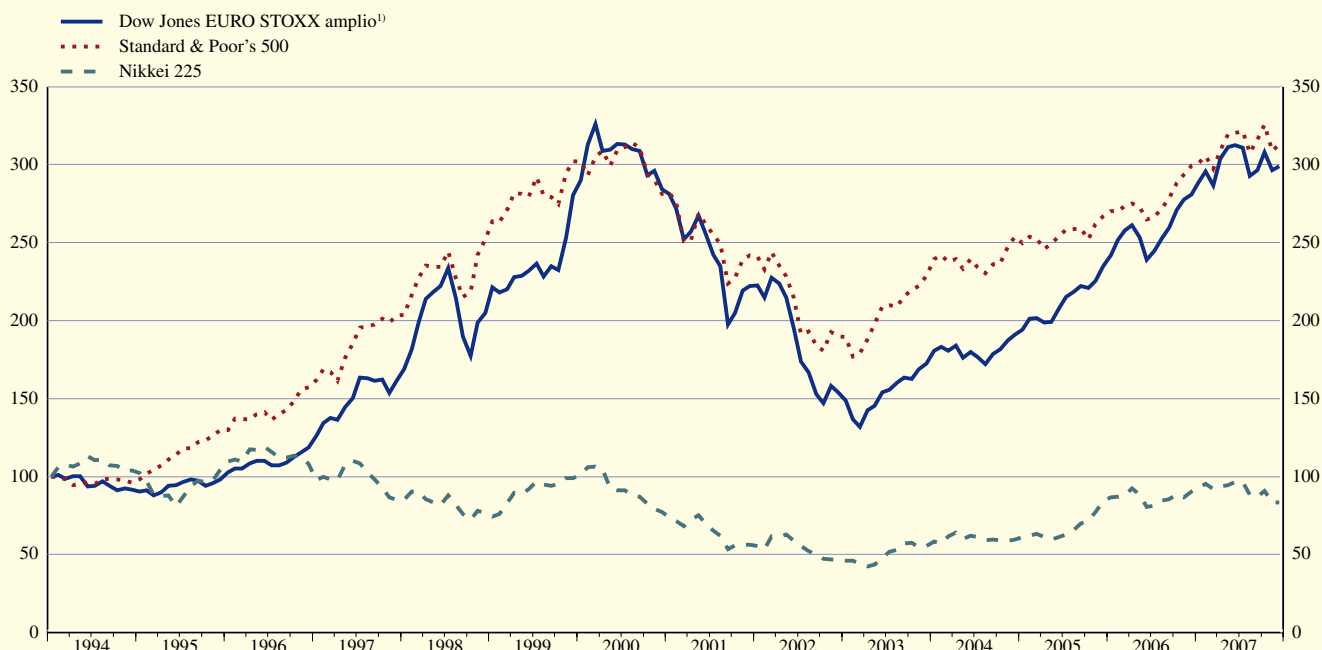
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2006 IV	383,3	4.032,4	450,4	219,3	315,1	432,7	400,7	419,5	343,1	490,8	450,1	526,3	1.389,2	16.465,0
2007 I	402,5	4.150,5	489,9	233,3	335,7	422,8	418,6	462,7	349,4	512,3	472,8	527,2	1.424,8	17.363,9
II	429,0	4.416,2	549,6	246,8	373,0	454,1	434,2	512,5	376,6	556,0	475,8	536,7	1.496,6	17.678,7
III	416,4	4.317,6	568,3	233,5	373,3	465,6	399,8	494,4	400,9	556,3	476,7	503,8	1.489,8	16.907,5
IV	417,8	4.377,9	567,3	228,3	383,8	455,7	381,2	484,1	406,3	620,0	544,8	509,2	1.494,6	16.002,5
2006 Dic	389,5	4.070,4	464,4	221,0	319,3	440,4	403,4	433,3	344,6	507,0	463,1	529,4	1.416,2	16.790,2
2007 Ene	400,4	4.157,8	476,4	229,1	328,2	426,5	419,8	452,2	350,4	505,0	485,0	538,1	1.423,9	17.270,0
Feb	410,3	4.230,2	496,6	235,9	339,4	428,2	428,3	476,2	355,3	524,7	481,0	530,4	1.445,3	17.729,4
Mar	397,5	4.070,5	497,9	235,1	340,2	413,9	408,6	461,2	343,0	508,5	452,6	512,9	1.407,0	17.130,0
Abr	421,7	4.330,7	531,7	247,6	363,9	437,2	432,7	493,8	362,4	540,4	477,4	531,5	1.462,7	17.466,5
May	431,7	4.444,8	545,5	248,5	374,4	454,1	439,8	514,4	374,5	559,2	476,2	547,7	1.511,3	17.577,7
Jun	433,4	4.470,2	571,9	244,2	380,4	471,1	429,4	529,0	393,1	568,2	473,8	529,9	1.514,5	18.001,4
Jul	431,3	4.449,0	585,9	242,6	384,7	491,4	418,7	529,3	399,8	563,1	467,1	513,1	1.520,9	17.986,8
Ago	406,4	4.220,6	550,8	227,8	362,5	444,5	393,5	479,0	390,0	544,4	469,2	495,4	1.454,6	16.461,0
Sep	411,3	4.284,4	569,1	230,1	373,2	461,5	386,3	473,8	414,7	562,7	495,9	503,2	1.496,0	16.233,9
Oct	427,1	4.430,8	587,6	234,9	394,6	463,8	399,4	492,9	419,5	602,4	527,9	507,6	1.539,7	16.910,4
Nov	411,4	4.314,9	549,1	225,3	380,2	450,3	369,1	477,1	400,8	624,1	555,0	501,9	1.461,3	15.514,0
Dic	414,5	4.386,0	564,0	224,1	375,8	452,5	374,0	481,8	397,8	634,9	552,6	518,6	1.480,0	15.520,1

C27 Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo¹⁾

% del total ³⁾	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
	100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8	86,2	13,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-	2,0	2,2
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	2,0	3,2
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,8
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	3,0
2006 III	102,5	2,1	1,5	2,3	2,0	0,6	0,5	1,9	0,2	0,6	0,6	2,0	3,1
IV	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,0	0,7	0,6	0,3	-4,2	0,6	1,6	2,9
2007 I	102,9	1,9	1,9	1,6	2,4	0,5	0,3	0,1	0,3	1,0	0,7	1,7	2,8
II	104,4	1,9	1,9	1,5	2,6	0,8	0,5	0,9	0,2	3,3	0,7	1,8	2,4
III	104,4	1,9	2,0	1,5	2,5	0,6	1,1	0,9	0,2	0,7	0,6	1,8	2,1
2007 Jul	104,3	1,8	1,9	1,2	2,6	0,2	0,2	0,4	0,0	0,5	0,2	1,7	2,1
Ago	104,3	1,7	2,0	1,2	2,6	0,1	0,7	0,3	0,1	-0,9	0,1	1,7	2,1
Sep	104,7	2,1	2,0	1,9	2,5	0,2	0,7	0,3	0,1	0,6	0,1	2,1	2,1
Oct	105,2	2,6	2,1	2,6	2,5	0,4	1,1	0,6	0,1	0,6	0,2	2,6	2,2
Nov	105,8	3,1	2,3	3,4	2,5	0,6	0,8	0,3	0,1	3,4	0,2	3,2	2,2
Dic ⁴⁾	.	3,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

% del total ³⁾	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
	19,6	11,9	7,6	39,6	30,0	9,6	10,2	6,2	6,4	3,1	14,4	6,7
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,4	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2006 III	2,8	2,1	3,9	2,0	0,7	6,3	2,5	2,1	2,6	-3,6	2,4	2,3
IV	2,9	2,2	4,1	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,3	-2,5	2,4	2,4
2007 I	2,5	2,1	3,1	1,1	1,1	1,1	2,6	2,0	2,9	-2,1	2,8	2,5
II	2,5	2,0	3,3	1,0	1,0	0,5	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,6
III	2,5	2,5	2,4	0,9	1,0	0,7	2,7	2,0	2,4	-1,5	3,0	3,4
2007 Jun	2,4	2,0	3,0	1,0	1,0	0,9	2,8	2,0	2,4	-1,8	3,0	3,5
Jul	2,3	1,9	2,8	0,7	0,9	0,0	2,7	1,9	2,5	-1,7	3,0	3,5
Ago	2,5	2,5	2,4	0,6	1,0	-0,9	2,7	2,0	2,4	-1,1	3,0	3,4
Sep	2,7	3,1	2,1	1,5	1,0	3,0	2,7	2,0	2,4	-1,6	2,9	3,2
Oct	3,5	3,8	3,1	2,1	1,1	5,5	2,7	2,0	2,5	-2,1	2,9	3,2
Nov	4,0	4,6	3,0	3,2	1,1	9,7	2,7	2,0	2,6	-1,9	3,0	3,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.
- En el año 2007.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales que abarcan normalmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre el precio de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales, de la construcción, de los inmuebles residenciales y de las materias primas

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	Precios de materias primas en los mercados mundiales ³⁾	Precios del petróleo ⁴⁾ (euros por barril)	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía					
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
% del total ⁵⁾	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	4,0	4,1	7,4	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,4	1,1	1,3	1,1	13,6	3,1	7,9	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,3	4,1	6,5	19,7	24,8	52,9
2007	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,9	9,2	52,8
2006 IV	116,6	4,1	2,8	3,5	6,2	1,8	1,6	1,7	1,6	6,0	4,6	6,0 ⁶⁾	3,9	23,0	47,3
2007 I	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,5	1,9	1,5	1,2	4,4	.	-5,5	15,7	44,8
II	118,5	2,4	2,6	3,2	5,4	2,0	1,7	1,8	1,6	-0,4	4,4	.	-3,1	13,8	51,0
III	119,3	2,1	2,7	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,7	3,5	.	2,0	6,7	54,2
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	23,5	1,6	61,0
2007 Jul	119,1	1,8	2,3	2,9	4,5	1,7	1,9	1,7	1,9	-1,8	.	.	-1,7	7,8	55,2
Ago	119,2	1,8	2,3	3,0	4,2	1,7	2,3	1,8	2,4	-2,0	.	.	-3,4	5,4	52,4
Sep	119,6	2,7	3,4	3,1	4,1	1,6	2,9	1,9	3,0	1,7	.	.	-12,1	6,9	55,2
Oct	120,4	3,3	3,9	3,2	3,9	1,5	3,3	1,8	3,6	4,2	.	.	19,5	3,5	57,7
Nov	121,4	4,1	4,8	3,2	3,7	1,5	3,6	1,9	3,9	7,8	.	.	26,9	-0,1	62,8
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	24,1	1,4	62,8

3. Costes laborales por hora⁷⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁸⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	110,9	3,2	2,9	4,2	3,2	3,8	3,1	2,4
2004	113,7	2,5	2,3	3,0	2,9	2,6	2,2	2,1
2005	116,7	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,8	2,1
2006	119,7	2,6	2,7	2,3	3,4	2,1	2,2	2,3
2006 III	120,1	2,6	2,7	2,5	3,7	1,9	2,0	2,1
IV	120,8	2,3	2,4	2,0	2,7	2,2	2,2	2,5
2007 I	121,5	2,3	2,4	1,9	2,4	2,0	2,3	2,0
II	122,2	2,4	2,5	1,8	2,6	3,0	2,2	2,3
III	123,0	2,5	2,5	2,2	2,5	3,0	2,4	2,2

Fuentes: Eurostat, HWWI (columnas 13 y 14 del cuadro 2 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream (columna 15 del cuadro 2 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 6 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columna 7 del cuadro 3 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columna 8 del cuadro 3 de la sección 5.1).

- 1) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.
- 2) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).
- 3) Se refiere a precios expresados en euros.
- 4) Brent (para entrega en un mes).
- 5) En el año 2000.
- 6) Los datos trimestrales para el segundo (cuarto) trimestre se refieren a las medias semestrales de la primera (segunda) mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales sólo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semianuales es menor que la de los datos anuales.
- 7) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, las estimaciones de los datos de los componentes no concuerdan con el total.
- 8) Datos experimentales (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

4. Costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad del trabajo

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones			
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios ¹⁾									
2003	106,7	1,9	6,5	0,4	3,3	2,0	1,8	3,2	
2004	107,9	1,2	-9,5	-0,2	3,6	0,4	2,6	2,2	
2005	109,1	1,0	7,0	-0,7	3,5	0,6	1,7	1,8	
2006	110,0	0,9	1,3	-1,0	1,5	0,2	2,1	2,5	
2006 III	110,0	1,1	3,2	-0,7	1,6	-0,2	2,6	2,7	
IV	110,0	0,2	-0,4	-1,4	2,2	-0,4	2,0	0,9	
2007 I	110,8	0,9	0,2	-1,2	1,6	-0,4	3,5	2,0	
II	111,5	1,2	1,3	0,1	5,6	0,2	3,3	0,7	
III	111,4	1,2	1,2	-1,0	5,6	0,6	2,6	1,7	
Remuneración por asalariado									
2003	107,7	2,3	2,5	2,3	3,1	1,9	2,5	2,5	
2004	110,0	2,1	1,3	2,8	2,9	1,4	1,9	2,3	
2005	112,0	1,8	1,5	1,5	2,5	1,7	2,0	1,9	
2006	114,5	2,2	1,2	3,3	3,4	1,7	1,6	2,0	
2006 III	114,7	2,4	2,4	3,6	3,4	1,3	1,8	2,6	
IV	115,1	1,8	2,8	3,1	3,4	1,8	1,6	0,5	
2007 I	116,2	2,2	3,3	2,6	3,4	1,3	2,5	2,2	
II	116,6	1,9	4,8	3,4	3,0	1,3	1,7	0,9	
III	116,9	2,0	4,5	2,9	3,1	1,2	1,7	1,7	
Productividad del trabajo ²⁾									
2003	101,0	0,4	-3,8	1,8	-0,2	-0,2	0,7	-0,7	
2004	101,9	1,0	12,0	3,1	-0,6	0,9	-0,7	0,1	
2005	102,7	0,7	-5,2	2,3	-1,1	1,0	0,3	0,0	
2006	104,1	1,3	-0,1	4,3	1,8	1,5	-0,5	-0,4	
2006 III	104,2	1,3	-0,8	4,3	1,7	1,5	-0,8	-0,1	
IV	104,7	1,6	3,2	4,5	1,2	2,2	-0,4	-0,4	
2007 I	104,9	1,3	3,0	3,8	1,8	1,7	-0,9	0,2	
II	104,6	0,7	3,4	3,3	-2,4	1,1	-1,5	0,2	
III	105,0	0,7	3,3	3,9	-2,3	0,5	-0,9	0,0	

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	107,4	2,1	2,0	2,1	2,4	1,2	-1,2	-1,7
2004	109,5	2,0	2,2	2,1	2,3	2,5	1,1	1,6
2005	111,6	1,9	2,3	2,1	2,6	2,4	2,6	3,8
2006	113,7	1,9	2,4	2,2	2,1	2,7	2,7	4,0
2006 III	114,0	2,0	2,3	2,1	2,2	2,8	2,7	3,6
IV	114,5	1,8	1,8	1,8	0,6	2,7	2,0	2,1
2007 I	115,3	2,2	1,9	1,7	1,5	3,2	1,6	0,8
II	116,1	2,3	2,0	1,8	0,7	3,2	2,0	1,0
III	116,5	2,2	2,1	1,7	1,5	2,9	1,6	1,1

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

1) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por el valor añadido (en términos reales) por ocupado.

2) Valor añadido (en términos reales) por ocupado.

3) Los deflatores de las importaciones y las exportaciones se refieren a bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>								
2003	7.489,3	7.332,9	4.295,6	1.531,4	1.505,3	0,6	156,4	2.639,8	2.483,4
2004	7.773,9	7.613,4	4.449,5	1.587,0	1.572,5	4,4	160,5	2.844,3	2.683,8
2005	8.051,1	7.932,4	4.612,8	1.651,2	1.656,2	12,2	118,7	3.057,6	2.938,9
2006	8.438,4	8.336,7	4.801,0	1.719,2	1.790,2	26,4	101,7	3.390,6	3.288,9
2006 III	2.121,9	2.101,7	1.206,8	431,1	452,0	11,8	20,2	851,8	831,6
IV	2.148,7	2.110,1	1.215,2	433,0	462,4	-0,5	38,6	879,0	840,5
2007 I	2.180,8	2.146,4	1.220,7	439,9	475,9	9,9	34,4	889,8	855,4
II	2.202,1	2.161,6	1.235,6	441,8	479,1	5,1	40,6	904,8	864,2
III	2.228,1	2.190,7	1.248,0	446,7	486,8	9,3	37,4	927,3	889,9
	<i>en porcentaje del PIB</i>								
2006	100,0	98,8	56,9	20,4	21,2	0,3	1,2	-	-
	<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes al año anterior) ³⁾</i>								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2006 III	0,6	0,8	0,5	0,5	0,8	-	-	1,1	1,7
IV	0,8	0,2	0,5	0,4	1,6	-	-	3,0	1,7
2007 I	0,8	1,0	0,0	0,9	1,9	-	-	0,8	1,2
II	0,3	0,1	0,6	0,1	-0,1	-	-	0,9	0,3
III	0,8	0,9	0,5	0,6	1,2	-	-	2,2	2,6
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,3	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,8	1,6	1,3	2,2	-	-	7,0	6,7
2005	1,5	1,7	1,5	1,4	2,7	-	-	4,5	5,2
2006	2,8	2,6	1,8	1,9	4,9	-	-	7,8	7,6
2006 III	2,9	3,0	1,7	1,8	5,0	-	-	6,6	7,1
IV	3,2	2,5	2,1	2,2	5,8	-	-	8,8	6,9
2007 I	3,2	2,9	1,4	2,0	7,1	-	-	6,6	5,9
II	2,5	2,1	1,6	2,0	4,3	-	-	5,9	4,9
III	2,7	2,2	1,6	2,1	4,7	-	-	7,1	5,9
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>								
2006 III	0,6	0,8	0,3	0,1	0,2	0,3	-0,2	-	-
IV	0,8	0,2	0,3	0,1	0,3	-0,5	0,6	-	-
2007 I	0,8	0,9	0,0	0,2	0,4	0,3	-0,1	-	-
II	0,3	0,1	0,3	0,0	0,0	-0,3	0,2	-	-
III	0,8	0,9	0,3	0,1	0,3	0,2	-0,1	-	-
	<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>								
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,3	0,1	-0,6	-	-
2004	2,0	1,8	0,9	0,3	0,4	0,2	0,2	-	-
2005	1,5	1,7	0,9	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2006	2,8	2,6	1,0	0,4	1,0	0,1	0,2	-	-
2006 III	2,9	3,0	1,0	0,4	1,0	0,6	-0,1	-	-
IV	3,2	2,4	1,2	0,4	1,2	-0,4	0,8	-	-
2007 I	3,2	2,8	0,8	0,4	1,5	0,1	0,3	-	-
II	2,5	2,1	0,9	0,4	0,9	-0,1	0,4	-	-
III	2,7	2,1	0,9	0,4	1,0	-0,2	0,6	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no son totalmente homogéneos con el cuadro 7.1.2 y 7.3.1.
- 2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.
- 3) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>								
2003	6.728,3	150,8	1.394,3	390,8	1.427,4	1.831,6	1.533,4	761,0
2004	6.978,0	153,7	1.430,1	412,5	1.478,8	1.908,8	1.594,1	795,9
2005	7.212,5	142,0	1.457,6	438,6	1.518,2	1.999,5	1.656,6	838,6
2006	7.535,2	138,2	1.520,7	481,1	1.571,4	2.105,2	1.718,4	903,2
2006 III	1.897,4	34,7	382,7	122,2	396,2	529,9	431,6	224,6
IV	1.916,4	35,3	387,3	124,8	400,1	535,5	433,3	232,3
2007 I	1.942,6	35,7	394,9	128,7	403,1	541,9	438,3	238,2
II	1.963,6	36,1	399,6	129,1	407,2	550,0	441,6	238,6
III	1.991,2	38,0	405,3	131,2	411,6	558,8	446,2	236,9
<i>en porcentaje del valor añadido</i>								
2006	100,0	1,8	20,2	6,4	20,9	27,9	22,8	-
<i>Precios encadenados (desestacionalizados y correspondientes año a año anterior)¹⁾</i>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2006 III	0,6	-0,4	0,8	0,9	0,8	0,5	0,3	0,4
IV	0,7	0,8	0,9	1,3	0,7	0,8	0,2	1,7
2007 I	0,9	1,6	1,3	2,1	0,6	0,8	0,5	0,0
II	0,4	-0,9	0,5	-1,3	0,7	0,7	0,3	-0,6
III	0,8	-0,5	1,4	0,2	0,9	0,8	0,3	0,7
<i>tasas de variación interanual</i>								
2003	0,7	-6,1	0,3	0,1	0,7	1,6	0,9	1,6
2004	2,1	10,5	2,4	0,8	2,5	1,6	1,4	1,6
2005	1,5	-6,2	0,7	1,4	1,6	2,7	1,4	1,6
2006	2,7	-1,6	3,8	4,4	2,8	3,0	1,2	3,4
2006 III	2,9	-2,5	4,1	4,8	3,1	3,1	1,3	2,5
IV	3,2	0,6	4,4	5,4	3,7	3,4	1,2	3,5
2007 I	3,2	2,1	4,0	7,5	3,4	3,3	1,3	2,7
II	2,6	1,0	3,5	3,0	2,9	2,9	1,3	1,5
III	2,8	1,0	4,1	2,3	3,0	3,2	1,3	1,8
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2006 III	0,6	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	-
IV	0,7	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2007 I	0,9	0,0	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	-
II	0,4	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	-
III	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	-
2004	2,1	0,2	0,5	0,0	0,5	0,4	0,3	-
2005	1,5	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,7	0,3	-
2006	2,7	0,0	0,8	0,3	0,6	0,8	0,3	-
2006 III	2,9	-0,1	0,8	0,3	0,7	0,8	0,3	-
IV	3,2	0,0	0,9	0,3	0,8	0,9	0,3	-
2007 I	3,2	0,0	0,8	0,5	0,7	0,9	0,3	-
II	2,6	0,0	0,7	0,2	0,6	0,8	0,3	-
III	2,8	0,0	0,8	0,1	0,6	0,9	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total ¹⁾	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	1,8	102,5	2,2	2,2	2,1	2,4	3,4	0,6	0,1	0,7	2,2	-0,5
2005	1,3	103,9	1,3	1,3	1,1	0,9	2,8	0,4	-1,0	0,7	1,4	0,4
2006	4,0	108,0	4,0	4,3	4,4	4,9	5,9	2,5	4,2	2,2	0,9	4,1
2006 IV	4,5	109,4	4,0	4,9	4,9	5,4	6,7	3,3	5,6	2,9	-3,2	7,0
2007 I	4,8	110,5	4,0	5,9	6,0	6,6	7,1	4,0	4,2	4,0	-7,6	10,9
II	2,9	110,9	2,7	3,2	3,2	3,1	4,6	2,1	1,3	2,3	-0,6	2,7
III	3,8	112,6	3,9	4,1	4,1	3,2	6,3	3,2	2,1	3,3	1,4	2,2
2007 May	2,9	111,3	2,7	2,9	2,9	2,6	3,9	2,1	0,4	2,4	2,0	2,9
Jun	2,5	111,3	2,5	2,8	2,7	2,7	4,7	1,6	2,0	1,5	-0,3	1,7
Jul	4,0	112,1	4,0	4,7	4,8	4,0	7,1	2,9	1,7	3,1	-1,1	2,9
Ago	4,4	113,3	4,4	4,7	4,8	3,2	7,1	5,1	4,6	5,1	1,6	2,9
Sep	3,1	112,4	3,3	3,0	3,0	2,5	5,1	1,9	1,1	2,0	4,0	0,9
Oct	3,6	112,8	3,7	3,5	3,6	2,7	6,5	1,4	0,6	1,6	4,5	2,2
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2007 May	0,9	-	1,0	0,8	1,0	0,8	1,1	0,7	1,6	0,6	2,8	0,2
Jun	-0,1	-	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	-0,3	0,1	-0,4	0,9	0,0
Jul	0,8	-	0,7	0,8	0,7	0,4	1,5	0,3	-0,2	0,4	-0,1	0,5
Ago	0,9	-	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,8	3,8	1,4	0,7	0,1
Sep	-0,8	-	-0,8	-1,2	-1,3	-1,4	-1,2	-1,6	-3,6	-1,2	0,9	-0,1
Oct	0,5	-	0,4	0,5	0,5	0,5	0,9	-0,1	0,0	-0,1	-1,4	0,5

4. Nuevos pedidos, cifra de negocios, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2004	104,0	7,3	106,3	5,1	2,3	105,4	1,6	1,2	1,7	1,9	3,3	926	1,0
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,2	106,8	1,3	0,6	1,7	2,3	1,2	941	1,6
2006	119,2	9,2	118,9	7,3	3,5	109,0	2,1	0,7	2,7	2,9	4,9	972	3,2
2006 IV	122,8	7,3	121,9	7,6	3,4	110,0	2,3	-0,2	3,6	3,1	7,0	993	6,3
2007 I	124,9	7,9	124,5	7,6	2,7	109,7	1,6	0,3	2,5	4,3	4,2	950	-1,8
II	128,9	10,4	126,0	6,4	2,1	109,8	0,9	-0,2	1,8	3,0	2,3	952	-1,9
III	129,0	6,6	127,5	6,3	2,4	110,4	1,2	-0,7	2,4	5,3	2,2	960	0,7
2007 Jun	133,1	13,5	127,8	5,2	2,4	110,0	1,2	-0,6	2,8	4,1	3,5	971	0,7
Jul	128,8	12,0	127,5	10,3	2,5	110,4	1,4	-1,8	3,6	5,6	4,0	950	0,9
Ago	129,9	5,4	128,4	6,4	2,1	110,4	0,8	0,2	1,3	0,9	1,9	959	0,7
Sep	128,2	2,6	126,6	2,6	2,7	110,5	1,4	-0,4	2,3	9,3	0,5	971	0,4
Oct	131,7	11,0	127,4	9,3	2,5	109,7	0,4	0,1	0,7	1,7	-0,3	960	-0,3
Nov	.	.	.	.	1,5	109,1	-1,4	-1,1	-1,7	.	.	953	-3,8
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2007 Jun	-	4,3	-	1,1	0,8	-	0,7	-0,1	1,2	3,0	1,3	-	0,4
Jul	-	-3,2	-	-0,2	0,5	-	0,4	0,1	0,4	1,0	0,4	-	-2,1
Ago	-	0,8	-	0,6	0,1	-	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	0,5	-	1,0
Sep	-	-1,3	-	-1,4	0,4	-	0,1	0,2	0,0	2,1	-1,3	-	1,2
Oct	-	2,7	-	0,7	-0,3	-	-0,7	-0,5	-0,8	-2,9	-0,4	-	-1,1
Nov	-	.	-	.	0,0	-	-0,5	-0,4	-0,6	.	.	-	-0,7

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 del cuadro 4 de la sección 5.2 (cálculos del BCE basados en datos de AEFA, Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

1) En el año 2000.

2) Incluye las industrias manufactureras que basan su producción principalmente en pedidos y que representan el 62,6% del total de las manufacturas en el año 2000.

3) Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales del período de que se trate.

5.2 Producto y demanda

(Saldos netos ¹⁾, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial					Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004	99,2	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,9	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,9	2	0	6	13	83,3	-9	-3	-9	15	-9
2007	109,0	4	5	5	13	.	-5	-2	-4	4	-8
2006 IV	109,9	6	6	4	15	84,2	-7	-3	-7	10	-9
2007 I	110,0	6	7	4	14	84,6	-5	-2	-5	6	-8
II	111,6	6	8	4	15	84,6	-2	-1	0	2	-7
III	109,3	4	5	5	13	84,3	-4	-2	-3	3	-7
IV	105,2	2	1	7	11	.	-8	-4	-10	6	-10
2007 Jul	111,0	5	6	5	14	84,3	-2	-1	1	0	-7
Ago	110,0	5	7	5	13	-	-4	-2	-2	3	-7
Sep	106,9	3	3	7	11	-	-6	-3	-7	6	-7
Oct	106,0	2	1	7	11	84,2	-6	-3	-6	5	-10
Nov	104,8	3	2	7	12	-	-8	-4	-11	7	-11
Dic	104,7	2	1	6	11	-	-9	-5	-12	7	-10

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2004	-12	-20	-4	-8	-12	14	1	11	6	8	18
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	0	-5	5	0	3	14	13	18	13	18	23
2007	-1	-8	7	0	4	15	12	19	16	19	23
2006 IV	3	-3	8	2	8	13	11	20	13	21	26
2007 I	0	-8	9	-1	1	16	12	21	16	21	25
II	0	-6	6	1	4	13	14	22	19	22	25
III	-1	-8	7	1	7	14	10	20	16	20	24
IV	-3	-11	4	0	4	16	13	15	11	14	20
2007 Jul	0	-6	6	3	9	14	13	21	17	21	26
Ago	-1	-9	6	3	10	14	13	21	17	21	24
Sep	0	-8	8	-3	2	15	4	18	13	18	22
Oct	-2	-9	6	-2	3	17	8	18	15	17	22
Nov	-4	-11	5	2	6	16	15	13	10	12	18
Dic	-5	-12	1	1	4	16	15	14	9	13	19

Fuente: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%, el de confianza de los servicios del 30%, el de confianza de los consumidores del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2006.
- 3) Debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores.
- 4) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,8	15,2	4,2	17,5	7,6	25,2	15,5	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	136,298	0,4	0,4	0,8	-2,3	-1,5	0,3	0,8	0,9	1,6
2004	137,398	0,8	0,7	1,2	-1,4	-1,3	1,3	1,3	2,2	1,3
2005	138,596	0,9	1,0	0,1	-1,0	-1,3	2,5	0,7	2,4	1,4
2006	140,681	1,5	1,6	0,8	-1,2	-0,3	2,7	1,5	3,6	1,7
2006 III	140,890	1,5	1,7	0,6	-1,7	-0,1	3,0	1,6	3,9	1,4
IV	141,440	1,5	1,7	0,8	-2,6	-0,4	4,2	1,3	3,8	1,6
2007 I	142,334	1,8	2,1	0,1	-0,9	0,3	5,9	1,4	4,2	1,1
II	143,161	1,8	2,1	0,0	-2,1	0,4	5,6	1,5	4,4	1,1
III	143,630	1,9	2,0	1,3	-2,3	0,2	4,7	2,4	4,0	1,3
	<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>									
2006 III	0,288	0,2	0,3	-0,5	-1,3	0,0	0,9	0,0	1,0	0,1
IV	0,550	0,4	0,4	0,1	-0,8	0,0	1,5	0,2	1,0	0,4
2007 I	0,894	0,6	0,7	0,4	0,8	0,1	1,8	0,7	1,4	0,2
II	0,827	0,6	0,6	0,5	-1,0	0,1	1,2	0,9	1,0	0,5
III	0,469	0,3	0,3	0,3	-1,3	0,1	0,1	0,7	0,7	0,3

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		78,2		21,8		49,6		50,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	12,655	8,6	9,861	7,6	2,794	16,3	6,316	7,7	6,339	9,8
2004	13,063	8,8	10,132	7,7	2,931	17,0	6,534	7,9	6,529	10,0
2005	13,285	8,9	10,342	7,8	2,943	17,2	6,696	8,0	6,590	9,9
2006	12,487	8,2	9,761	7,3	2,726	16,1	6,199	7,4	6,288	9,3
2006 III	12,266	8,1	9,620	7,1	2,645	15,8	6,057	7,2	6,208	9,2
IV	11,969	7,9	9,313	6,9	2,656	15,8	5,911	7,0	6,058	8,9
2007 I	11,590	7,6	9,082	6,7	2,508	15,0	5,660	6,7	5,930	8,7
II	11,390	7,5	8,943	6,6	2,447	14,7	5,584	6,6	5,806	8,5
III	11,223	7,3	8,794	6,4	2,429	14,6	5,567	6,6	5,655	8,3
2007 Jun	11,345	7,4	8,901	6,5	2,444	14,7	5,575	6,6	5,770	8,4
Jul	11,277	7,4	8,835	6,5	2,442	14,6	5,582	6,6	5,695	8,3
Ago	11,239	7,3	8,805	6,5	2,434	14,6	5,575	6,6	5,664	8,3
Sep	11,152	7,3	8,741	6,4	2,411	14,5	5,546	6,5	5,607	8,2
Oct	11,071	7,2	8,686	6,4	2,386	14,3	5,527	6,5	5,544	8,1
Nov	10,993	7,2	8,627	6,3	2,366	14,2	5,499	6,5	5,494	8,0

Fuente: Eurostat.

1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

2) En el año 2006.

3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.

FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Recursos corrientes														Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	Recursos corrientes														Ventas	Impuest. sobre el capital	
	Impuest. directos		Hogares		Empresas		Impuest. indirectos		Recibidos por inst. de la UE		Cotizaciones sociales		Empleadores					Asalariados
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14				
1998	46,6	46,3	12,2	9,2	2,7	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5			
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,2	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0			
2000	46,6	46,4	12,7	9,5	2,9	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,7			
2001	45,8	45,6	12,3	9,3	2,7	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8			
2002	45,3	45,0	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3			
2003	45,0	44,4	11,4	8,9	2,3	13,5	0,4	15,8	8,2	4,7	2,1	0,6	0,5	41,2			
2004	44,6	44,1	11,3	8,6	2,5	13,5	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8			
2005	45,0	44,5	11,6	8,6	2,6	13,7	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,1			
2006	45,6	45,3	12,2	8,8	3,0	13,9	0,3	15,5	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,8			

2. Zona del euro - empleos

	Empleos corrientes														Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾
	Empleos corrientes														Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE	
	Total		Remuneración de asalariados		Consumo intermedio		Intereses		Transf. corrientes		Pagos sociales		Subvenciones						Pagadas por inst. de la UE
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14					
1998	48,9	45,1	10,6	4,7	4,6	25,2	2,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,3				
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,1	25,1	2,2	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,4				
2000	47,7	43,9	10,4	4,8	3,9	24,8	2,1	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,7				
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,8	2,1	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9				
2002	47,9	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	2,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,4				
2003	48,1	44,2	10,5	4,9	3,3	25,4	2,2	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,8				
2004	47,4	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	2,2	1,7	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3				
2005	47,5	43,6	10,4	5,1	3,0	25,2	2,2	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,5				
2006	47,2	43,1	10,2	5,0	2,9	25,0	2,2	1,7	0,5	4,1	2,5	1,6	0,0	44,3				

3. Zona del euro - déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Déficit (-)/superávit (+)						Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998	-2,3	-2,3	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,8	10,6	4,7	4,8	1,8	2,3	8,2	11,6
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,8	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,3	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-2,8	-2,4	-0,4	-0,3	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,6	-1,6	-0,1	-0,2	0,3	1,3	20,4	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3

4. Países de la zona del euro - déficit (-)/superávit (+)⁵⁾

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2003	0,0	-4,0	0,4	-5,6	-0,2	-4,1	-3,5	-6,5	0,5	-9,8	-3,1	-1,6	-2,9	-2,7	2,5
2004	0,0	-3,8	1,3	-7,3	-0,3	-3,6	-3,5	-4,1	-1,2	-4,9	-1,7	-1,2	-3,4	-2,3	2,3
2005	-2,3	-3,4	1,2	-5,1	1,0	-2,9	-4,2	-2,4	-0,1	-3,1	-0,3	-1,6	-6,1	-1,5	2,7
2006	0,4	-1,6	2,9	-2,5	1,8	-2,5	-4,4	-1,2	0,7	-2,5	0,6	-1,4	-3,9	-1,2	3,8

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

- Los datos se refieren al Euro-13. Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen estos ingresos es igual a 0,0% del PIB). Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de *swaps* y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1997	74,1	2,8	16,2	6,4	48,8	55,6	28,4	13,6	13,7	18,4
1998	72,8	2,7	15,2	5,3	49,6	52,4	26,5	14,5	11,4	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,2	50,5	48,8	25,3	13,8	9,6	23,2
2000	69,4	2,7	13,2	3,7	49,8	44,3	22,0	12,5	9,8	25,1
2001	68,3	2,8	12,4	4,0	49,2	42,1	20,6	11,2	10,3	26,3
2002	68,1	2,7	11,8	4,5	49,1	40,2	19,3	10,7	10,1	28,0
2003	69,1	2,0	12,3	5,0	49,7	39,4	19,4	11,2	8,8	29,8
2004	69,5	2,2	11,9	5,0	50,5	37,5	18,4	10,8	8,4	32,0
2005	70,3	2,4	11,8	4,7	51,4	35,5	17,3	10,9	7,2	34,8
2006	68,6	2,5	11,4	4,1	50,7	32,9	17,6	8,4	6,9	35,7

2. Zona del euro - por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
1997	74,1	62,1	6,0	5,4	0,6	9,4	64,7	8,4	18,1	25,3	30,7	72,1	2,0
1998	72,8	61,1	6,1	5,3	0,4	8,1	64,6	7,5	15,4	26,4	30,9	70,9	1,8
1999	72,0	60,4	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	6,6	13,6	27,9	30,5	69,8	2,1
2000	69,4	58,2	5,9	4,9	0,4	6,5	62,9	5,8	13,4	27,9	28,1	67,5	1,9
2001	68,3	57,1	6,1	4,8	0,4	7,0	61,4	4,9	13,7	26,6	28,0	66,7	1,7
2002	68,1	56,7	6,3	4,8	0,4	7,6	60,5	4,9	15,3	25,0	27,8	66,7	1,5
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,4	4,8	14,7	25,8	28,6	68,0	1,1
2004	69,5	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,6	14,7	26,2	28,7	68,5	1,1
2005	70,3	57,8	6,7	5,3	0,5	7,9	62,4	4,6	14,9	25,7	29,7	69,1	1,2
2006	68,6	56,1	6,6	5,4	0,6	7,5	61,2	4,5	14,4	24,8	29,5	67,7	0,9

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2003	98,6	63,8	31,1	97,9	48,7	62,9	104,3	68,9	6,3	69,3	52,0	64,6	56,9	27,9	44,3
2004	94,2	65,6	29,5	98,6	46,2	64,9	103,8	70,2	6,4	72,7	52,4	63,8	58,3	27,6	44,1
2005	92,2	67,8	27,4	98,0	43,0	66,7	106,2	69,1	6,2	70,8	52,3	63,4	63,7	27,4	41,4
2006	88,2	67,5	25,1	95,3	39,7	64,2	106,8	65,2	6,6	64,7	47,9	61,7	64,8	27,1	39,2

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- 1) Los datos se refieren al Euro-13. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - por origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
1998	1,8	2,2	-0,3	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,8	2,8	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,6	-0,2	-0,2	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,6	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,1	-0,1	0,0	0,3	0,2	-0,1	2,6	-0,7	-0,4	0,5	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,6	-1,0	1,0	-2,1	2,5

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ¹⁰⁾
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,1	-0,4	-0,7	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,2
2006	1,5	-1,6	-0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,5

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-13 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 2001.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2001 II	46,9	46,5	13,4	13,0	15,6	2,0	1,6	0,4	0,2	42,3
III	43,5	43,1	11,6	12,4	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,7
IV	49,1	48,7	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 I	41,9	41,5	10,1	12,7	15,4	1,7	0,8	0,4	0,2	38,5
II	45,6	45,2	12,6	12,7	15,5	2,0	1,6	0,5	0,3	41,1
III	43,5	43,1	11,2	12,8	15,5	1,9	0,8	0,4	0,3	39,6
IV	49,2	48,6	13,4	14,1	16,3	3,0	0,9	0,6	0,3	44,1
2003 I	41,9	41,4	9,7	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,3
II	45,9	44,4	12,0	12,7	15,7	2,0	1,3	1,5	1,2	41,6
III	42,8	42,3	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,2
IV	49,2	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 I	41,3	40,9	9,5	12,8	15,3	1,7	0,7	0,4	0,3	37,9
II	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	0,9	0,8	0,6	41,1
III	42,6	42,1	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
IV	49,3	48,3	13,0	14,4	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,0
2005 I	42,0	41,5	9,9	12,9	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
II	44,8	44,1	11,9	13,3	15,2	2,0	1,0	0,6	0,3	40,7
III	43,3	42,6	11,0	12,9	15,2	1,9	0,8	0,7	0,3	39,5
IV	49,4	48,7	13,4	14,3	16,2	3,0	0,9	0,8	0,3	44,2
2006 I	42,5	42,1	10,2	13,3	15,2	1,7	0,8	0,5	0,3	39,0
II	45,9	45,4	12,6	13,6	15,3	2,0	1,2	0,5	0,3	41,8
III	43,6	43,1	11,4	12,9	15,3	1,9	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	49,9	49,3	14,2	14,4	16,0	2,9	0,9	0,7	0,3	44,9
2007 I	42,4	41,9	10,4	13,4	14,9	1,7	0,9	0,5	0,3	38,9
II	46,4	45,8	13,1	13,7	15,1	1,9	1,2	0,5	0,3	42,2

2. Zona del euro - empleos y déficit/superávit, datos trimestrales

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital				
2001 II	46,3	42,8	10,2	4,6	3,9	24,1	20,8	1,3	3,5	2,4	1,1	0,7	4,5
III	46,1	42,4	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,2
IV	51,2	46,3	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,8	-2,1	1,5
2002 I	46,2	42,8	10,3	4,3	3,7	24,5	21,2	1,3	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,7
II	46,7	43,2	10,3	4,9	3,6	24,4	21,2	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,0	2,5
III	46,9	43,2	10,0	4,7	3,5	24,9	21,5	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
IV	50,9	46,5	11,1	5,7	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
2003 I	46,8	43,3	10,3	4,5	3,5	25,0	21,5	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,0	-1,5
II	47,3	43,7	10,4	4,8	3,4	25,2	21,7	1,3	3,6	2,3	1,2	-1,4	2,0
III	47,0	43,3	10,2	4,8	3,3	25,0	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,2	-0,9
IV	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,4	43,0	10,3	4,6	3,2	24,9	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,1	-1,9
II	46,5	43,2	10,4	4,9	3,1	24,8	21,5	1,2	3,3	2,3	1,0	-1,5	1,6
III	46,1	42,7	9,9	4,7	3,2	24,9	21,5	1,3	3,4	2,5	1,0	-3,4	-0,3
IV	50,7	45,8	11,0	5,7	3,0	26,2	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,5	1,5
2005 I	46,9	43,2	10,2	4,7	3,1	25,2	21,4	1,2	3,7	1,9	1,9	-4,9	-1,8
II	46,4	43,0	10,2	5,0	3,2	24,6	21,4	1,1	3,4	2,4	1,1	-1,7	1,5
III	45,8	42,4	9,9	4,8	2,9	24,7	21,4	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,5	0,4
IV	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,2	22,7	1,4	4,8	3,1	1,7	-1,3	1,5
2006 I	45,5	42,4	10,1	4,5	2,9	24,9	21,3	1,2	3,1	1,9	1,2	-3,0	0,0
II	46,0	42,6	10,3	4,9	3,1	24,3	21,3	1,1	3,3	2,4	1,0	-0,1	3,0
III	46,2	42,0	9,8	4,7	2,9	24,6	21,2	1,2	4,2	2,5	1,8	-2,6	0,3
IV	50,7	45,3	10,7	5,9	2,7	26,0	22,4	1,4	5,4	3,2	2,2	-0,8	1,9
2007 I	44,6	41,3	9,9	4,5	2,9	24,0	20,6	1,1	3,3	2,0	1,3	-2,2	0,7
II	45,2	41,8	10,0	4,9	3,1	23,8	20,8	1,1	3,4	2,4	1,0	1,2	4,4

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-13. Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero¹⁾

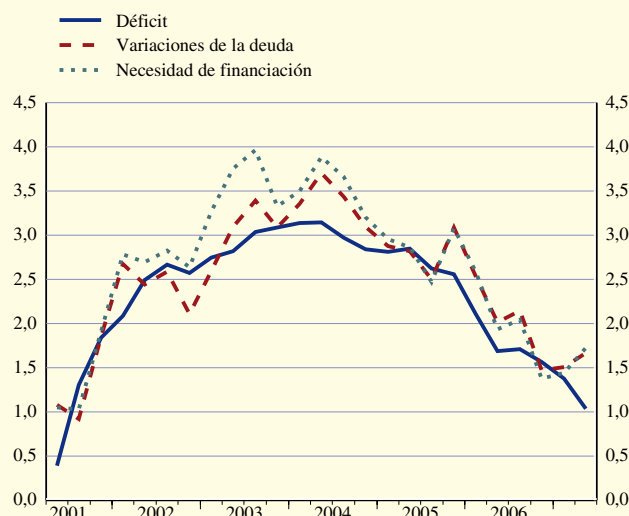
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2004 III	71,0	2,3	12,1	5,5	51,2
IV	69,5	2,2	11,9	5,0	50,5
2005 I	70,9	2,2	11,9	5,2	51,5
II	71,6	2,3	11,7	5,2	52,4
III	71,1	2,4	11,8	5,2	51,8
IV	70,3	2,4	11,8	4,7	51,4
2006 I	70,7	2,5	11,7	4,9	51,5
II	70,8	2,5	11,6	4,9	51,8
III	70,3	2,5	11,6	4,7	51,4
IV	68,6	2,5	11,4	4,1	50,7
2007 I	68,9	2,4	11,4	4,8	50,3
II	69,1	2,2	11,1	5,1	50,7

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Deficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7				Acciones y otras participaciones 8
2004 III	1,8	-3,4	-1,6	-1,1	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,2	2,1
IV	-3,0	-1,5	-4,5	-3,3	-2,6	0,1	-0,2	-0,6	0,0	-1,2	-3,0
2005 I	7,2	-4,9	2,4	2,4	1,3	0,3	0,3	0,5	0,0	0,0	7,3
II	5,4	-1,7	3,7	3,3	2,5	0,0	0,3	0,5	0,1	0,3	5,3
III	0,6	-2,5	-2,0	-2,4	-2,3	0,0	0,3	-0,4	0,0	0,4	0,5
IV	-0,6	-1,3	-1,9	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-1,4	-0,5
2006 I	4,8	-3,0	1,9	1,3	1,0	0,1	0,6	-0,5	-0,3	0,9	5,1
II	3,3	-0,1	3,2	3,2	2,5	0,1	0,4	0,2	0,7	-0,6	2,6
III	1,2	-2,6	-1,4	-0,9	-0,7	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,7	1,0
IV	-3,0	-0,8	-3,8	-2,1	-1,2	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-1,6	-2,9
2007 I	4,8	-2,2	2,6	1,8	1,0	0,2	0,6	0,0	-0,4	1,2	5,2
II	3,8	1,2	5,0	4,8	4,1	0,0	0,5	0,1	0,1	0,1	3,7

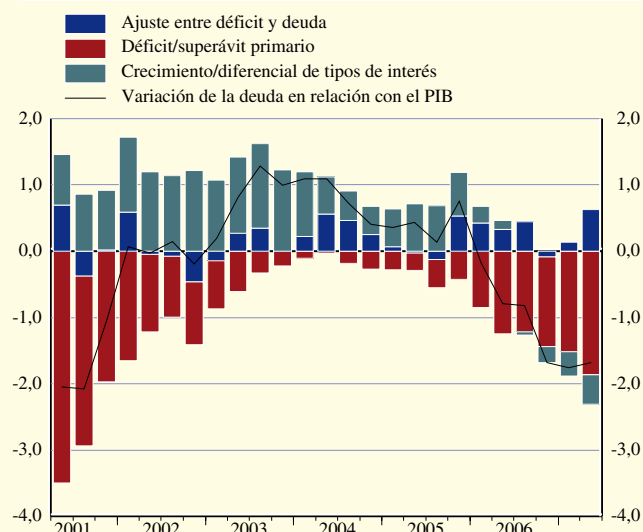
C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



C29 Deuda según los criterios Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones netas)

1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	62,0	102,9	28,7	-9,7	-59,9	16,4	78,4	-16,8	-66,8	72,1	-8,3	-26,2	12,5	-61,7
2005	8,5	47,9	31,6	1,9	-72,9	11,3	19,9	24,2	-208,8	141,3	-16,4	90,1	18,0	-44,1
2006	-12,9	23,0	35,1	6,1	-77,1	9,1	-3,7	118,0	-136,4	276,4	2,5	-23,2	-1,3	-114,3
2006 III	-6,1	6,7	10,2	1,3	-24,3	2,2	-3,9	41,3	-41,5	21,1	12,6	52,2	-3,2	-37,5
IV	16,4	16,9	7,6	7,3	-15,4	4,6	21,0	-42,2	-52,5	116,9	-2,7	-101,4	-2,4	21,2
2007 I	-0,2	8,6	7,8	4,7	-21,2	5,0	4,8	4,7	-14,6	129,8	-16,4	-92,5	-1,6	-9,5
II	-1,4	20,3	14,4	-19,5	-16,6	2,6	1,2	23,2	-69,1	69,5	-14,1	41,0	-4,2	-24,4
III	12,0	20,2	13,5	1,7	-23,4	1,1	13,1	105,2	-29,9	97,3	-33,0	75,0	-4,2	-118,3
2006 Oct	0,5	5,2	2,4	1,1	-8,2	0,5	1,0	1,3	-14,2	34,9	5,7	-25,2	0,1	-2,3
Nov	1,4	6,9	1,6	0,3	-7,4	0,7	2,2	-10,6	-13,7	57,6	-2,9	-51,0	-0,6	8,4
Dic	14,5	4,8	3,5	5,9	0,2	3,3	17,8	-32,9	-24,6	24,3	-5,5	-25,3	-1,9	15,1
2007 Ene	-3,7	-4,2	1,1	1,1	-1,7	2,2	-1,4	42,7	-13,8	42,7	-4,2	20,9	-3,0	-41,2
Feb	-3,6	2,6	2,9	3,0	-12,1	1,1	-2,4	2,0	-3,2	22,9	-7,9	-9,3	-0,5	0,5
Mar	7,1	10,1	3,8	0,6	-7,4	1,6	8,7	-39,9	2,4	64,2	-4,3	-104,1	1,9	31,2
Abr	-3,6	4,5	3,5	-4,0	-7,6	0,6	-3,0	40,8	-7,4	-3,6	-3,6	56,9	-1,5	-37,8
May	-11,6	4,4	4,0	-14,9	-5,1	1,9	-9,7	2,0	-24,2	2,5	-0,8	25,2	-0,7	7,8
Jun	13,8	11,3	6,9	-0,6	-3,8	0,1	13,9	-19,5	-37,4	70,6	-9,7	-41,1	-1,9	5,6
Jul	4,8	9,4	4,6	-1,8	-7,4	0,9	5,7	47,1	0,1	30,2	-10,8	30,8	-3,2	-52,8
Ago	1,5	4,5	3,5	1,3	-7,8	0,2	1,7	63,8	-7,2	21,9	-11,9	59,6	1,3	-65,5
Sep	5,7	6,3	5,4	2,1	-8,2	0,1	5,7	-5,8	-22,8	45,2	-10,3	-15,4	-2,3	0,0
Oct	2,0	7,7	2,5	1,7	-10,0	1,1	3,1	-81,9	21,3	-53,8	-10,9	-38,0	-0,5	78,8
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2007 Oct	28,3	68,5	43,4	-5,2	-78,4	13,9	42,2	7,7	-130,6	324,7	-82,8	-90,7	-12,9	-49,9

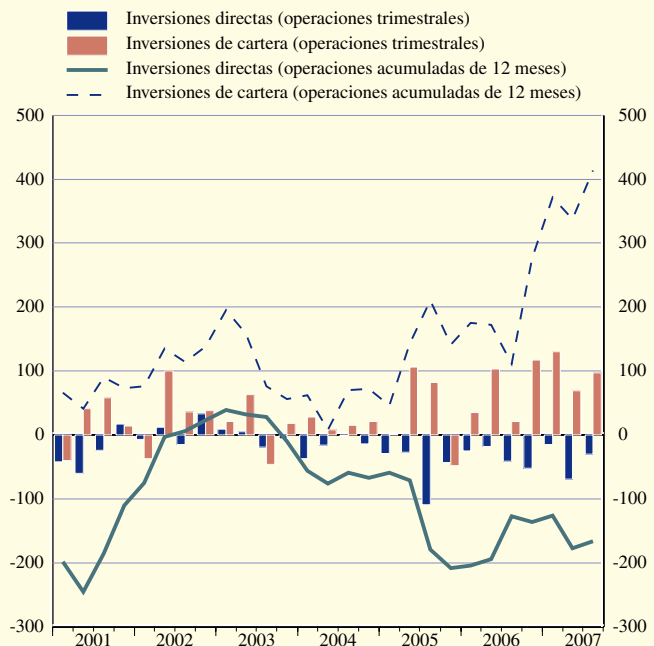
C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



C31 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

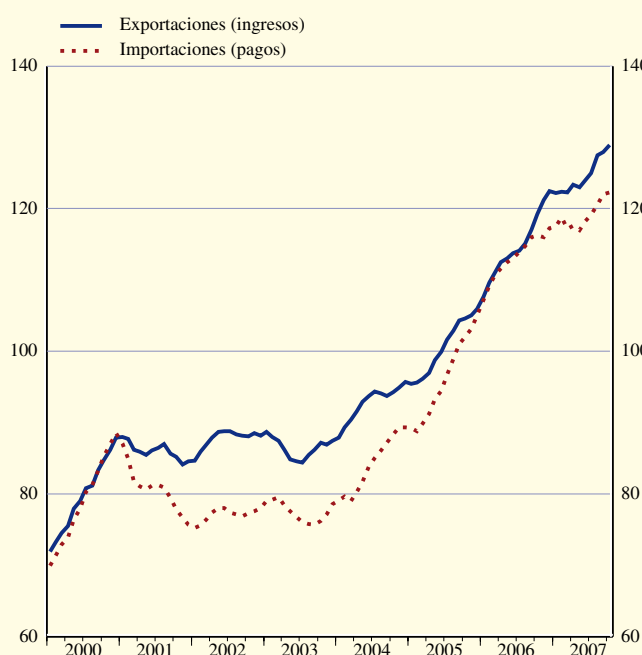
(mm de euros; operaciones)

2. Cuenta corriente y cuenta de capital

	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2004	1.864,7	1.802,7	62,0	1.127,6	1.024,7	363,9	335,2	291,3	301,0	81,9	141,7	24,4	8,0
2005	2.071,2	2.062,6	8,5	1.222,2	1.174,2	399,7	368,2	364,2	362,3	85,1	158,0	24,1	12,8
2006	2.368,9	2.381,7	-12,9	1.392,0	1.369,0	426,1	391,0	463,9	457,8	86,9	164,0	23,7	14,5
2006 III	586,2	592,3	-6,1	343,3	336,6	114,0	103,8	113,1	111,8	15,8	40,1	4,5	2,3
IV	639,7	623,3	16,4	374,8	357,9	109,3	101,6	127,6	120,3	28,1	43,5	8,8	4,2
2007 I	615,8	616,0	-0,2	361,3	352,8	105,3	97,5	122,4	117,7	26,7	48,0	7,8	2,8
II	647,0	648,4	-1,4	373,2	353,0	116,7	102,3	138,6	158,1	18,5	35,0	4,9	2,4
III	646,5	634,5	12,0	375,5	355,3	125,2	111,7	129,3	127,6	16,5	39,9	3,7	2,6
2007 Ago	210,5	209,0	1,5	120,0	115,5	42,2	38,7	42,2	40,9	6,2	14,0	1,1	0,9
Sep	215,7	210,0	5,7	125,9	119,6	40,3	34,8	44,7	42,6	4,9	13,0	0,9	0,8
Oct	229,7	227,7	2,0	140,6	132,8	41,2	38,7	43,7	42,0	4,2	14,2	1,9	0,8
	Datos desestacionalizados												
2006 III	598,1	607,4	-9,3	351,3	347,9	106,4	98,1	119,4	119,7	21,0	41,7	.	.
IV	621,9	619,6	2,3	367,3	351,8	108,8	100,1	123,5	123,9	22,2	43,8	.	.
2007 I	630,4	622,5	7,9	366,7	351,6	114,5	102,7	126,6	128,1	22,6	40,1	.	.
II	642,8	635,4	7,5	371,9	354,7	117,1	105,8	131,7	134,9	22,2	40,0	.	.
III	659,2	649,0	10,2	383,8	366,0	116,7	105,2	136,6	136,5	22,1	41,3	.	.
2007 Feb	214,3	212,8	1,5	122,7	119,5	38,3	34,2	42,5	42,3	10,7	16,8	.	.
Mar	211,8	207,2	4,5	123,8	115,6	39,1	34,3	42,8	44,7	6,1	12,7	.	.
Abr	210,4	210,7	-0,3	123,5	117,9	39,1	35,2	41,1	43,0	6,7	14,6	.	.
May	212,9	212,0	0,9	121,7	117,4	38,5	35,4	44,7	45,9	8,0	13,2	.	.
Jun	219,5	212,7	6,9	126,7	119,3	39,5	35,3	45,9	45,9	7,5	12,2	.	.
Jul	217,6	213,8	3,8	126,5	120,7	38,0	34,7	45,3	44,6	7,8	13,7	.	.
Ago	221,3	216,7	4,5	129,4	121,6	39,4	35,3	45,0	45,4	7,5	14,4	.	.
Sep	220,4	218,5	1,9	128,0	123,6	39,3	35,3	46,2	46,4	6,8	13,2	.	.
Oct	220,5	219,2	1,3	129,3	121,6	39,0	36,8	46,5	44,9	5,7	15,8	.	.

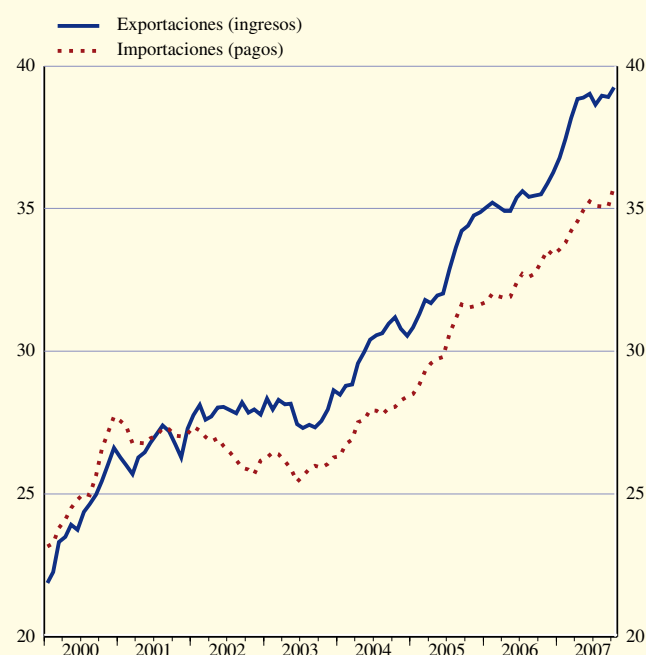
C32 Bienes

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



C33 Servicios

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros)

3. Cuenta de rentas (operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión											
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Ingresos	Pagos
					Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	15,3	7,6	275,9	293,4	99,6	78,4	12,8	12,6	23,8	54,2	72,6	75,6	67,2	72,6
2005	15,4	9,2	348,8	353,1	127,0	89,1	14,2	13,6	31,7	69,6	82,1	80,4	93,9	100,4
2006	16,0	9,9	447,8	447,9	151,4	94,2	18,5	16,7	39,0	99,0	101,5	87,2	137,4	150,9
2006 II	4,0	2,5	114,1	128,1	38,5	21,6	4,5	4,0	13,7	42,6	24,4	23,1	33,0	36,7
III	4,0	3,0	109,2	108,8	34,9	23,4	4,6	4,2	8,7	21,5	26,3	21,2	34,8	38,6
IV	4,2	2,6	123,4	117,8	42,5	26,2	5,2	5,0	8,2	19,1	27,9	23,4	39,6	44,1
2007 I	4,0	1,9	118,5	115,8	34,4	22,5	5,1	4,9	9,6	18,2	27,8	25,4	41,6	44,8
II	4,0	2,5	134,6	155,6	38,8	22,8	5,7	4,9	16,0	52,8	28,6	28,1	45,4	47,1

4. Inversiones directas

(operaciones netas)

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	-163,1	-171,1	-21,4	-149,7	8,0	0,1	7,9	96,3	97,1	0,7	96,5	-0,9	0,6	-1,5
2005	-355,4	-296,6	-12,1	-284,5	-58,8	-0,2	-58,6	146,7	116,8	1,0	115,9	29,9	-0,3	30,2
2006	-334,3	-265,2	-35,4	-229,8	-69,1	0,0	-69,0	197,9	172,3	4,9	167,5	25,6	0,1	25,5
2006 III	-77,2	-67,9	-10,7	-57,2	-9,3	0,9	-10,2	35,8	31,0	1,7	29,2	4,8	-0,7	5,5
IV	-74,0	-50,9	-15,9	-35,1	-23,1	-0,6	-22,5	21,5	16,6	0,9	15,8	4,9	-0,1	4,9
2007 I	-92,0	-59,6	-4,7	-54,9	-32,4	2,1	-34,5	77,4	48,3	0,9	47,4	29,1	-0,8	29,9
II	-109,4	-83,5	-6,1	-77,4	-25,9	-1,5	-24,5	40,3	42,4	-1,0	43,5	-2,1	0,7	-2,9
III	-79,1	-49,5	-14,7	-34,8	-29,6	0,0	-29,6	49,2	26,3	0,2	26,1	22,9	0,7	22,3
2006 Oct	-23,3	-14,5	-5,9	-8,6	-8,8	0,2	-9,0	9,1	3,7	1,1	2,6	5,4	1,5	3,8
Nov	-13,3	-16,4	-2,0	-14,4	3,1	-0,2	3,3	-0,4	0,0	-0,2	0,2	-0,4	-1,7	1,3
Dic	-37,4	-20,0	-8,0	-12,0	-17,4	-0,6	-16,8	12,8	12,9	-0,1	13,0	-0,1	0,0	-0,1
2007 Ene	-25,7	-24,1	-2,3	-21,8	-1,6	2,3	-3,9	11,9	5,8	0,3	5,6	6,0	-1,0	7,0
Feb	-36,7	-15,4	5,6	-21,0	-21,3	-0,3	-21,0	33,5	25,7	4,2	21,5	7,8	0,2	7,5
Mar	-29,6	-20,1	-8,0	-12,1	-9,5	0,1	-9,6	32,0	16,7	-3,6	20,4	15,3	-0,1	15,4
Abr	-25,3	-16,9	-1,6	-15,4	-8,4	-0,4	-7,9	17,9	13,5	-0,6	14,2	4,4	0,4	4,0
May	-41,3	-37,1	-3,4	-33,7	-4,2	0,1	-4,3	17,1	23,4	0,1	23,3	-6,3	0,4	-6,7
Jun	-42,8	-29,4	-1,1	-28,3	-13,4	-1,2	-12,2	5,3	5,5	-0,5	5,9	-0,2	0,0	-0,1
Jul	-12,9	-8,6	-0,7	-7,9	-4,3	0,0	-4,3	13,0	4,3	0,0	4,3	8,7	-0,2	8,9
Ago	-26,1	-19,3	-3,2	-16,1	-6,8	0,7	-7,6	18,9	6,6	-0,1	6,7	12,4	-0,2	12,6
Sep	-40,2	-21,7	-10,8	-10,8	-18,5	-0,8	-17,7	17,4	15,4	0,3	15,1	1,9	1,1	0,8
Oct	-24,6	-24,1	12,1	-36,2	-0,6	0,6	-1,1	45,9	30,3	0,2	30,1	15,6	-0,2	15,8

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

5. Inversiones de cartera: activos por instrumento y sector tenedor

	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones										
	Activos				Pasivos	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
	Activos			Pasivos		Activos			Pasivos	Activos				Pasivos	
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Eurosistema		IFM excluido Eurosistema	No IFM	AAPP	Otros sectores		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	0,0	-22,4	-84,1	-3,7	129,7	0,4	-81,9	-98,8	-2,1	270,8	0,0	-43,1	-14,8	0,1	16,2
2005	-0,1	-14,2	-119,9	-3,5	263,0	-0,7	-116,5	-143,2	-0,8	237,1	0,1	-14,5	-2,9	0,1	53,3
2006	0,0	-18,1	-138,2	-6,2	309,2	-2,6	-169,1	-137,8	-1,1	500,1	-8,0	-48,6	-12,6	0,1	2,1
2006 III	0,0	0,8	-32,6	-0,9	60,1	-0,4	-52,3	-19,5	-0,2	87,1	-0,1	-24,9	-0,8	3,1	3,9
2006 IV	0,0	-14,6	-17,8	-1,8	83,9	-2,9	-39,6	-46,7	-0,8	186,1	-1,4	-18,5	-4,1	4,0	-7,5
2007 I	0,0	-19,0	1,4	-0,8	113,5	-0,7	-50,4	-42,6	-1,2	141,8	0,7	-23,3	-13,4	-5,5	21,9
2007 II	0,0	-4,9	-5,3	-1,5	71,5	-0,3	-65,7	-50,9	-0,5	110,9	-0,1	-13,4	-9,2	-4,5	36,9
2007 III	0,0	4,0	5,6	-	45,7	-0,5	-24,5	-26,3	-	43,0	0,0	22,6	14,7	-	13,0
2006 Oct	0,0	-5,7	-5,3	-	24,3	-1,8	-15,2	-21,1	-	58,0	-0,3	-5,8	-6,2	-	14,2
2006 Nov	0,0	-0,7	-10,2	-	27,9	-0,5	-25,6	-11,4	-	69,6	-0,4	-9,6	4,3	-	14,0
2006 Dic	0,0	-8,2	-2,2	-	31,7	-0,6	1,1	-14,2	-	58,4	-0,8	-3,1	-2,2	-	-35,7
2007 Ene	0,0	-3,8	1,4	-	49,9	-0,1	-31,9	-9,9	-	34,4	0,5	-7,8	-7,9	-	17,8
2007 Feb	0,0	-19,0	-10,6	-	36,5	-0,1	-16,2	-9,2	-	39,8	0,1	-5,2	-2,2	-	9,0
2007 Mar	0,0	3,8	10,5	-	27,1	-0,6	-2,2	-23,5	-	67,6	0,2	-10,4	-3,3	-	-5,0
2007 Abr	0,0	1,5	-13,5	-	-11,7	0,0	-24,2	-9,1	-	35,1	0,0	-2,6	1,4	-	19,5
2007 May	0,0	-9,0	6,8	-	12,2	-0,1	-28,0	-23,3	-	36,4	0,0	-6,5	-3,7	-	17,7
2007 Jun	0,0	2,6	1,3	-	71,0	-0,2	-13,4	-18,5	-	39,4	-0,1	-4,3	-6,9	-	-0,3
2007 Jul	0,0	-1,7	-0,5	-	49,8	-0,5	-23,3	-11,5	-	14,6	0,0	-1,9	4,2	-	0,9
2007 Ago	0,0	9,5	-2,3	-	-21,0	0,0	-0,6	-10,3	-	21,5	0,1	10,2	13,0	-	2,0
2007 Sep	0,0	-3,8	8,4	-	16,9	0,1	-0,6	-4,5	-	6,9	-0,1	14,3	-2,4	-	10,1
2007 Oct	0,0	-9,3	-0,1	-	3,5	-0,3	-12,4	-19,4	-	20,7	0,0	-27,5	1,3	-	-10,3

6. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores			
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos		
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2004	-310,7	284,5	0,4	7,8	-1,6	-2,0	-3,8	-260,1	245,7	6,2	-17,0	-266,3	262,7	-49,3	-9,1	34,8
2005	-566,8	656,9	-0,9	6,7	4,6	-2,4	-2,2	-395,2	483,3	-97,0	55,1	-298,2	428,1	-175,3	-3,9	169,2
2006	-721,5	698,3	-2,9	18,5	1,8	-3,1	1,4	-524,1	495,7	-134,2	82,6	-389,9	413,1	-196,2	-26,4	182,6
2006 III	-139,9	192,1	0,5	4,9	12,0	8,5	6,3	-119,8	160,7	-32,8	21,3	-87,0	139,4	-32,6	6,8	20,2
2006 IV	-268,6	167,2	-1,1	4,7	-5,5	-3,2	-3,2	-210,8	98,9	-73,0	26,6	-137,7	72,2	-51,3	5,9	66,8
2007 I	-373,0	280,5	-5,3	5,4	7,2	5,2	1,6	-290,4	266,7	-76,5	29,7	-213,9	237,0	-84,6	-39,2	6,9
2007 II	-191,1	232,1	-3,5	10,9	-17,5	-17,4	-0,2	-131,7	178,7	-39,3	46,1	-92,4	132,7	-38,4	3,9	42,7
2007 III	-228,9	303,9	-1,6	-1,3	18,2	14,1	3,2	-81,7	134,1	-61,7	10,5	-20,0	123,6	-163,8	-21,7	167,9
2006 Oct	-105,3	80,1	-0,5	-1,1	-2,4	-4,1	-2,1	-78,4	63,8	-41,9	5,0	-36,5	58,8	-24,0	-3,0	19,5
2006 Nov	-142,8	91,8	0,5	3,2	-3,8	-4,3	1,6	-106,5	71,6	-10,6	27,3	-95,9	44,2	-33,0	-8,3	15,5
2006 Dic	-20,5	-4,7	-1,1	2,6	0,7	5,2	-2,6	-25,9	-36,5	-20,6	-5,7	-5,3	-30,8	5,7	17,2	31,8
2007 Ene	-140,9	161,9	-1,4	3,8	4,5	1,3	-5,0	-100,6	154,6	-31,9	10,3	-68,7	144,2	-43,4	-33,4	8,4
2007 Feb	-117,9	108,6	-3,6	-0,4	0,1	1,5	4,8	-90,0	81,5	-7,9	8,6	-82,1	72,9	-24,5	-7,6	22,8
2007 Mar	-114,2	10,0	-0,3	2,0	2,6	2,4	1,7	-99,8	30,6	-36,7	10,8	-63,1	19,8	-16,8	1,8	-24,4
2007 Abr	-136,5	193,4	0,6	2,9	0,5	-2,9	0,5	-127,0	165,9	-9,9	12,3	-117,1	153,7	-10,6	-3,9	24,0
2007 May	-51,9	77,2	-2,5	-0,8	-5,8	-6,1	-0,3	-27,1	76,2	-6,0	24,8	-21,1	51,4	-16,5	2,2	2,1
2007 Jun	-2,6	-38,4	-1,5	8,8	-12,1	-8,4	-0,4	22,3	-63,3	-23,4	9,0	45,7	-72,4	-11,3	5,6	16,6
2007 Jul	-6,2	37,1	0,5	-6,7	18,0	14,1	-1,9	-38,0	48,4	-13,7	12,1	-24,3	36,3	13,3	5,5	-2,7
2007 Ago	-26,1	85,7	-2,6	4,3	0,6	0,9	4,0	-10,9	56,9	-23,3	0,5	12,3	56,3	-13,2	-5,0	20,6
2007 Sep	-196,6	181,2	0,5	1,2	-0,4	-0,8	1,1	-32,8	28,8	-24,7	-2,2	-8,1	31,0	-163,9	-22,2	150,0
2007 Oct	-136,8	98,8	-1,3	3,8	4,4	4,3	1,7	-101,5	89,9	-24,7	3,8	-76,8	86,2	-38,4	-10,2	3,3

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

7. Otras inversiones por sector e instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comer- ciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comer- ciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	0,6	-0,3	7,8	0,0	0,0	-0,4	1,7	-2,0	-1,3	0,0	-3,7	-0,2
2005	-0,9	0,0	6,7	0,0	0,0	5,8	8,2	-2,4	-1,2	0,0	-1,9	-0,3
2006	-2,9	0,0	18,5	0,0	0,0	2,6	5,7	-3,1	-0,8	0,0	1,5	-0,1
2006 II	0,9	0,0	2,1	0,0	0,0	-11,4	0,8	-12,2	-0,3	0,0	0,3	0,1
2006 III	0,5	0,0	4,9	0,0	0,0	11,9	3,5	8,5	0,1	0,0	6,2	0,1
2006 IV	-1,1	0,0	4,7	0,0	0,0	-5,0	-1,9	-3,2	-0,5	0,0	-3,2	0,0
2007 I	-5,3	0,0	5,3	0,1	0,0	7,4	2,2	5,2	-0,2	0,0	1,7	-0,1
2007 II	-3,5	0,0	10,9	-0,1	0,0	-17,1	0,3	-17,4	-0,3	0,0	-0,3	0,1

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comer- ciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comer- ciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2004	-256,2	-4,0	242,8	2,9	-6,2	-39,0	-30,0	-9,1	-4,1	9,5	23,8	1,6
2005	-392,1	-3,1	481,7	1,6	-9,0	-149,4	-145,4	-3,9	-17,0	13,5	149,2	6,5
2006	-520,0	-4,1	492,5	3,2	-5,4	-178,6	-152,1	-26,4	-12,3	11,9	159,7	11,0
2006 II	-58,0	0,5	14,1	-5,6	-3,3	-32,6	-25,6	-7,0	2,6	2,9	54,2	-4,3
2006 III	-118,8	-1,0	158,5	2,3	2,9	-30,9	-37,6	6,8	-4,7	2,9	12,7	4,6
2006 IV	-211,1	0,4	98,2	0,6	-2,0	-48,9	-54,8	5,9	-0,4	3,2	60,9	2,8
2007 I	-282,1	-8,3	264,7	1,9	-2,2	-74,3	-35,0	-39,2	-8,1	-2,1	3,6	5,4
2007 II	-127,1	-4,6	177,7	1,1	-2,7	-29,6	-33,5	3,9	-6,1	5,0	37,1	0,5

8. Activos de reserva

	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles						Otros activos	
					Total	Efectivos y depósitos		Valores				Derivados financieros
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y partici- paciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	12,5	1,2	0,5	4,0	6,8	-2,9	3,3	0,5	18,3	-12,2	-0,1	0,0
2005	18,0	3,9	-0,2	8,6	5,7	0,2	7,2	0,0	-4,8	3,2	0,0	0,0
2006	-1,3	4,2	-0,5	5,2	-10,2	6,1	-2,7	0,0	-19,4	5,7	0,0	0,0
2006 II	-1,6	1,4	0,0	-0,5	-2,5	0,9	3,0	0,0	-7,2	0,7	0,0	0,0
2006 III	-3,2	0,9	-0,3	0,8	-4,5	1,0	-2,9	0,0	-4,1	1,4	0,0	0,0
2006 IV	-2,4	1,1	-0,2	1,6	-4,9	-2,0	2,5	0,0	-4,0	-1,3	0,0	0,0
2007 I	-1,6	0,4	0,0	0,8	-2,9	1,4	-5,0	0,4	-5,8	6,1	0,0	0,0
2007 II	-4,2	0,7	-0,1	-0,5	-4,2	-0,8	-0,3	-0,1	-2,3	-0,7	0,0	0,0

Fuente: BCE.

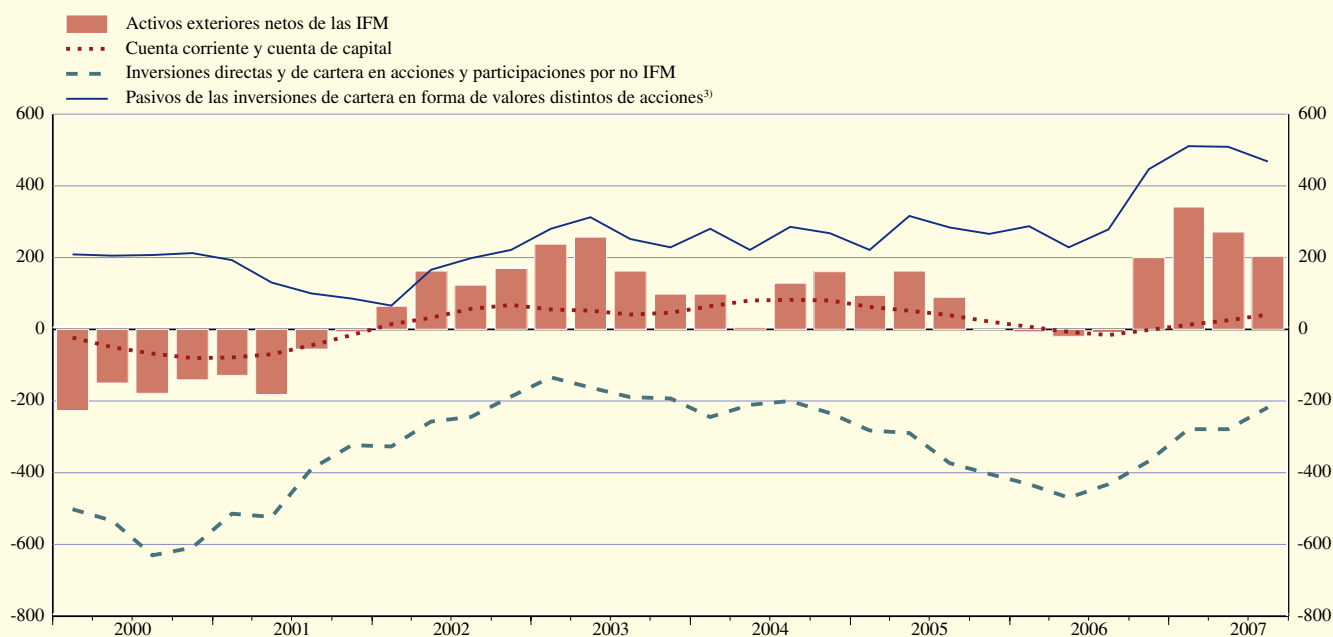
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y participaciones ³⁾	Valores distintos de acciones ³⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2004	80,3	-141,8	95,5	-197,3	119,9	267,5	-51,0	30,6	-8,3	-61,2	134,1	161,2
2005	21,5	-343,2	147,1	-265,6	220,0	266,7	-170,7	167,0	-16,4	-43,9	-17,7	0,0
2006	-1,6	-298,8	197,8	-288,1	248,3	446,4	-194,2	183,7	2,5	-115,0	181,1	200,1
2006 III	-3,2	-67,4	36,3	-52,9	26,8	81,4	-20,5	26,4	12,6	-37,4	2,1	2,1
IV	21,6	-57,4	21,6	-68,4	67,8	159,2	-56,8	63,5	-2,7	21,2	169,6	176,0
2007 I	4,8	-89,5	78,3	-54,6	94,8	150,8	-77,4	8,4	-16,4	-9,5	89,7	101,9
II	1,2	-101,8	39,6	-65,4	60,7	117,5	-55,8	42,5	-14,1	-24,4	-0,1	-8,2
III	13,1	-63,2	47,5	-5,8	35,4	39,3	-145,6	171,1	-33,0	-118,3	-60,7	-67,0
2006 Oct	1,1	-17,5	7,5	-32,7	13,8	55,8	-26,4	17,3	5,7	-2,8	21,9	25,8
Nov	2,3	-11,0	1,3	-17,2	32,5	78,6	-36,8	17,0	-2,9	8,3	72,0	69,2
Dic	18,1	-28,9	12,8	-18,5	21,6	24,9	6,4	29,2	-5,5	15,7	75,7	81,0
2007 Ene	-1,4	-25,7	12,9	-16,3	39,9	45,7	-38,9	3,5	-4,2	-41,2	-25,8	-22,9
Feb	-2,4	-42,0	33,3	-22,0	41,1	44,3	-24,3	27,6	-7,9	0,5	48,0	40,5
Mar	8,7	-21,7	32,1	-16,3	13,7	60,7	-14,1	-22,6	-4,3	31,2	67,5	84,3
Abr	-3,0	-23,3	17,5	-21,1	-14,3	33,5	-10,1	24,5	-3,6	-37,8	-37,7	-40,1
May	-9,7	-38,0	16,7	-20,2	10,9	40,3	-22,4	1,8	-0,8	7,8	-13,5	-15,1
Jun	13,9	-40,5	5,4	-24,1	64,1	43,6	-23,4	16,1	-9,7	5,6	51,1	47,0
Jul	5,7	-12,2	13,2	-7,7	35,2	11,4	31,3	-4,6	-10,8	-52,8	8,6	5,8
Ago	1,7	-23,7	19,1	0,3	-11,1	26,5	-12,6	24,6	-11,9	-65,5	-52,6	-51,3
Sep	5,7	-28,6	16,2	1,4	11,7	0,2	-164,3	151,1	-10,3	0,0	-16,8	-21,5
Oct	3,1	-37,3	46,1	-18,3	-18,7	-8,8	-34,0	5,0	-10,9	78,8	5,0	11,3
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2007 Oct	42,6	-332,9	226,6	-180,0	226,5	400,9	-343,3	273,2	-82,8	-49,4	181,5	188,1

C34 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, veáanse las Notas Generales.
- 2) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.
- 3) Excluidos valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona del euro.

7.3 Desagregación geográfica de la balanza de pagos y posición de inversión internacional

(mm de euros)

1. Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE					
III 2006 a II 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ingresos												
Cuenta corriente	2.488,7	947,2	52,1	80,2	486,9	267,2	60,7	33,1	56,0	159,2	398,3	894,9
Bienes	1.452,6	528,3	33,0	53,2	229,7	212,2	0,1	17,9	34,8	82,8	197,9	591,0
Servicios	445,2	160,3	9,1	12,0	106,3	27,1	5,8	6,6	10,5	43,0	79,6	145,2
Renta	501,7	193,7	9,5	14,4	138,2	25,3	6,4	8,0	10,5	27,6	112,9	149,1
de la cual: rentas de la inversión	485,6	188,3	9,4	14,3	136,5	25,1	3,1	7,9	10,4	21,1	111,4	146,4
Tranferencias corrientes	89,1	64,9	0,5	0,6	12,7	2,6	48,5	0,6	0,3	5,8	7,9	9,5
Cuenta de capital	26,1	20,6	0,0	0,0	0,9	0,1	19,5	0,0	0,4	0,4	0,9	3,7
Pagos												
Cuenta corriente	2.480,0	818,6	41,3	75,9	395,1	209,0	97,3	26,1	91,1	154,9	360,2	1.029,1
Bienes	1.400,2	413,5	28,0	49,0	170,7	165,8	0,0	12,0	54,7	71,9	134,2	713,8
Servicios	405,2	131,2	7,5	9,8	84,6	29,1	0,1	5,9	7,6	31,8	86,2	142,5
Renta	508,0	169,9	5,4	16,1	130,1	10,3	8,0	6,3	28,4	45,7	132,8	124,8
de la cual: rentas de la inversión	498,0	164,1	5,3	16,1	128,8	6,0	8,0	6,2	28,3	45,2	131,9	122,3
Tranferencias corrientes	166,6	104,0	0,4	0,8	9,7	3,8	89,2	1,8	0,4	5,4	7,0	47,9
Cuenta de capital	11,7	1,5	0,0	0,1	0,8	0,3	0,2	0,1	0,1	0,5	1,6	7,9
Neto												
Cuenta corriente	8,7	128,5	10,8	4,4	91,8	58,2	-36,6	7,0	-35,1	4,3	38,1	-134,2
Bienes	52,4	114,7	5,0	4,2	59,0	46,5	0,1	5,9	-19,9	10,9	63,7	-122,8
Servicios	40,0	29,1	1,6	2,2	21,7	-2,0	5,7	0,7	2,9	11,2	-6,6	2,7
Renta	-6,2	23,8	4,1	-1,8	8,1	15,0	-1,6	1,7	-17,9	-18,1	-20,0	24,3
de la cual: rentas de la inversión	-12,4	24,2	4,1	-1,8	7,7	19,1	-4,9	1,7	-17,8	-24,1	-20,5	24,2
Tranferencias corrientes	-77,5	-39,1	0,1	-0,2	3,0	-1,2	-40,8	-1,2	-0,2	0,4	0,9	-38,4
Cuenta de capital	14,3	19,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	19,3	-0,1	0,4	-0,1	-0,7	-4,2

2. Balanza de pagos: inversiones directas

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extraterritoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
III 2006 a II 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones directas	-177,6	-34,8	4,4	0,0	-11,2	-28,1	0,1	-18,3	1,5	-25,5	7,4	-23,9	-84,1
En el exterior	-352,6	-108,5	-1,1	-6,8	-68,1	-32,6	0,0	-25,3	-5,7	-31,5	-66,7	-34,4	-80,5
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-261,9	-82,9	-1,6	-3,6	-44,8	-32,8	0,0	-17,8	-4,5	-19,2	-54,3	-21,3	-61,9
Otro capital	-90,7	-25,7	0,5	-3,1	-23,2	0,2	0,0	-7,5	-1,2	-12,3	-12,3	-13,2	-18,6
En la zona del euro	175,0	73,7	5,5	6,8	56,8	4,5	0,1	7,0	7,2	6,0	74,1	10,5	-3,6
Acc. y particip/ beneficios reinv.	138,4	58,4	7,0	4,5	44,9	1,9	0,1	-0,1	2,9	4,6	64,1	2,9	5,4
Otro capital	36,6	15,3	-1,5	2,3	11,9	2,6	0,0	7,0	4,3	1,4	10,0	7,6	-9,0

Fuente: BCE.

7.3 Desagregación geográfica de la balanza de pagos y la posición de inversión internacional

(mm de euros)

3. Balanza de pagos: inversiones de cartera, activos por instrumento

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
III 2006 a II 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inversiones de cartera: activos	-572,7	-168,9	-15,1	-17,3	-122,7	-8,8	-5,0	-5,3	7,1	-11,0	-229,9	-98,1	-66,5
Acciones y participaciones	-92,1	-10,2	-3,2	-2,4	-3,2	-1,1	-0,1	2,7	-2,4	-8,2	-38,6	-38,0	2,6
Valores distintos de acciones	-480,6	-158,7	-11,9	-14,9	-119,5	-7,6	-4,8	-8,0	9,5	-2,8	-191,4	-60,1	-69,1
Bonos y obligaciones	-372,1	-122,7	-11,8	-15,4	-86,8	-4,5	-4,2	-6,9	-4,5	-1,6	-146,0	-33,8	-56,6
Inst. del mercado monetario	-108,5	-36,0	-0,1	0,5	-32,7	-3,1	-0,6	-1,1	14,0	-1,2	-45,4	-26,3	-12,6

4. Balanza de pagos: otras inversiones por sector

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
III 2006 a II 2007	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Otras inversiones	-100,7	-194,8	-16,0	5,4	-183,1	-15,4	14,3	-0,4	45,0	16,8	50,3	-0,2	8,2	-25,5
Activos	-972,6	-653,2	-17,5	-3,0	-589,0	-40,8	-2,8	-1,0	16,6	-52,9	-141,4	-50,0	-8,0	-82,9
AAPP	-3,7	-9,9	-1,5	0,8	-9,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	0,1	0,1	-1,0	7,5
IFM	-762,1	-500,5	-13,7	-5,4	-442,2	-39,0	-0,2	2,6	9,1	-50,9	-109,5	-37,8	-7,1	-68,0
Otros sectores	-206,9	-142,7	-2,3	1,6	-137,6	-2,0	-2,4	-3,6	7,9	-2,0	-32,0	-12,2	0,1	-22,4
Pasivos	872,0	458,4	1,5	8,4	405,8	25,5	17,1	0,6	28,4	69,6	191,7	49,7	16,2	57,4
AAPP	4,5	4,5	-0,1	0,0	-1,1	0,0	5,7	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,1	2,7	-2,2
IFM	730,9	376,4	1,4	5,7	341,9	22,4	5,1	-1,6	26,9	53,8	138,8	45,6	13,4	77,5
Otros sectores	136,6	77,4	0,3	2,7	65,1	3,1	6,2	2,2	1,8	16,2	52,8	4,0	0,0	-17,9

5. Posición de inversión internacional

(saldo vivos a fin de periodo)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Inversiones directas	417,1	-47,3	-7,2	-21,0	-218,6	199,8	-0,3	37,3	-6,2	78,1	-24,5	-5,6	-0,2	385,4
En el exterior	3.075,9	1.147,6	35,1	83,4	803,8	225,2	0,0	90,2	68,2	300,0	608,0	329,1	0,0	532,8
Acc. y partic./beneficios reinv.	2.510,5	934,2	32,0	58,1	644,5	199,5	0,0	71,0	63,5	250,1	453,1	306,8	0,0	431,7
Otro capital	565,4	213,4	3,1	25,3	159,3	25,7	0,0	19,2	4,7	49,9	154,9	22,2	0,0	101,1
En la zona del euro	2.658,8	1.194,9	42,3	104,4	1.022,5	25,4	0,3	52,8	74,4	221,8	632,5	334,7	0,3	147,4
Acc. y partic./beneficios reinv.	2.039,8	958,9	36,8	86,2	825,4	10,2	0,2	47,0	60,7	163,9	477,0	208,9	0,0	123,4
Otro capital	619,0	236,0	5,5	18,2	197,1	15,2	0,1	5,8	13,7	57,9	155,5	125,8	0,3	24,0
Inversiones de cartera: activos	4.441,3	1.375,2	65,5	140,8	1.002,5	97,9	68,6	84,5	262,7	141,1	1.452,6	527,7	32,1	565,3
Acciones y participaciones	2.012,0	487,1	12,3	58,0	393,0	23,6	0,1	22,6	181,0	128,6	670,9	216,5	1,4	303,9
Valores distintos de acciones	2.429,3	888,1	53,2	82,8	609,5	74,2	68,4	61,9	81,7	12,5	781,7	311,2	30,7	261,4
Bonos y obligaciones	2.051,5	730,9	48,4	70,9	471,2	72,3	68,2	59,7	62,2	8,4	657,6	271,9	29,7	231,1
Inst. del mercado monetario	377,8	157,2	4,8	11,9	138,3	2,0	0,2	2,2	19,6	4,0	124,1	39,4	1,0	30,3
Otras inversiones	-200,0	103,9	86,3	13,3	121,7	31,3	-148,7	-1,4	-37,5	-49,3	-5,4	-212,8	-20,0	22,6
Activos	4.392,0	2.306,6	111,2	69,0	1.986,6	130,4	9,4	19,4	73,6	263,1	585,9	438,3	45,7	659,4
AAPP	117,1	25,2	2,1	0,1	14,2	1,5	7,4	0,0	0,2	0,1	3,1	1,4	38,5	48,6
IFM	2.947,1	1.730,6	95,5	47,7	1.489,5	97,2	0,6	11,0	38,8	162,3	344,0	274,4	6,6	379,5
Otros sectores	1.327,9	550,9	13,6	21,2	482,9	31,7	1,4	8,4	34,7	100,7	238,8	162,5	0,6	231,4
Pasivos	4.592,0	2.202,8	25,0	55,7	1.864,9	99,1	158,1	20,8	111,2	312,4	591,4	651,1	65,6	636,8
AAPP	47,8	24,1	0,0	0,3	2,4	0,0	21,4	0,0	0,7	0,0	6,2	0,2	2,7	13,8
IFM	3.567,5	1.662,0	19,4	35,0	1.433,5	77,1	97,0	13,9	60,2	252,4	416,2	580,4	60,4	522,0
Otros sectores	976,8	516,7	5,5	20,4	429,0	22,0	39,8	6,8	50,3	59,9	169,0	70,5	2,6	101,0

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

(mm de euros, salvo indicación en contrario; saldos a fin de período)

1. Posición de inversión internacional: resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
2003	-790,7	-10,6	85,1	-930,5	-19,8	-232,3	306,7
2004	-888,7	-11,4	78,2	-1.044,7	-37,3	-165,8	281,0
2005	-837,7	-10,4	361,8	-1.233,9	-46,1	-239,6	320,1
2006	-1.024,4	-12,1	417,1	-1.523,9	-43,5	-200,0	325,8
2007 I	-1.033,5	-12,1	407,6	-1.566,2	-23,9	-182,6	331,5
II	-1.173,7	-13,6	494,9	-1.701,8	-19,9	-272,2	325,3
Activos: saldos vivos							
2003	7.989,5	106,7	2.169,3	2.655,4	152,1	2.706,1	306,7
2004	8.799,2	113,0	2.321,2	3.036,5	157,9	3.002,7	281,0
2005	10.998,0	136,5	2.809,4	3.876,6	222,9	3.769,1	320,1
2006	12.518,5	148,4	3.075,9	4.441,3	283,4	4.392,0	325,8
2007 I	13.115,6	153,4	3.142,4	4.597,6	328,2	4.715,8	331,5
II	13.654,9	157,9	3.254,7	4.817,5	384,3	4.873,1	325,3
Pasivos: saldos vivos							
2003	8.780,2	117,3	2.084,2	3.585,9	171,9	2.938,3	-
2004	9.687,9	124,4	2.243,0	4.081,3	195,1	3.168,5	-
2005	11.835,7	146,9	2.447,6	5.110,5	269,0	4.008,6	-
2006	13.542,9	160,5	2.658,8	5.965,2	326,9	4.592,0	-
2007 I	14.149,0	165,5	2.734,8	6.163,7	352,1	4.898,4	-
II	14.828,6	171,4	2.759,9	6.519,3	404,2	5.145,3	-

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro					
	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)			Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	1.726,8	124,6	1.602,2	442,5	2,1	440,4	1.510,1	46,2	1.463,9	574,1	3,2	570,9
2004	1.893,0	149,1	1.743,8	428,2	4,3	423,9	1.669,7	51,9	1.617,7	573,3	8,4	564,9
2005	2.290,8	178,0	2.112,8	518,6	4,2	514,4	1.841,2	55,2	1.786,0	606,5	8,4	598,0
2006	2.510,5	211,2	2.299,3	565,4	3,6	561,7	2.039,8	59,8	1.980,1	619,0	7,8	611,1
2007 I	2.548,5	219,7	2.328,8	593,9	4,3	589,7	2.063,0	55,8	2.007,2	671,8	10,1	661,6
II	2.632,1	228,5	2.403,7	622,6	5,8	616,8	2.101,0	57,3	2.043,7	658,9	10,5	648,4

3. Inversiones de cartera: activos por instrumento y sector tenedor

	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones										
	Activos				Pasivos	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
	Activos			Pasivos		Activos			Pasivos	Activos				Pasivos	
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2003	1,7	53,5	11,5	1.023,9	1.571,4	9,3	460,2	8,0	845,9	1.774,4	1,1	191,5	0,6	48,2	240,0
2004	2,1	73,8	16,3	1.157,5	1.766,2	8,1	541,8	9,7	940,3	2.089,1	0,9	231,4	0,4	54,3	226,0
2005	3,0	99,5	27,2	1.595,3	2.434,4	8,6	692,5	11,6	1.122,9	2.371,1	0,8	262,1	0,4	52,8	304,9
2006	2,8	119,4	37,0	1.852,8	2.932,5	10,8	818,7	13,4	1.208,6	2.738,8	8,7	301,8	0,3	67,0	293,9
2007 I	2,8	138,4	37,9	1.881,9	3.063,8	10,9	859,2	14,6	1.240,9	2.790,4	8,0	325,5	5,8	71,6	309,5
II	3,0	148,6	41,3	1.985,5	3.318,6	11,2	912,3	14,8	1.262,9	2.857,5	8,1	341,8	10,4	77,5	343,1

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

(mm de euros, salvo indicación en contrario; saldos a fin de período)

4. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema					AAPP							
	Activos		Pasivos			Activos					Pasivos		
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2003	5,2	0,7	66,0	0,2	24,0	61,1	55,3	5,8	42,4	0,0	42,3	3,8	
2004	4,7	0,3	74,5	0,2	23,5	64,4	56,2	8,3	42,6	0,0	42,3	3,5	
2005	5,4	0,4	82,1	0,2	19,7	60,8	49,0	11,8	47,1	0,0	40,5	3,8	
2006	8,4	0,4	99,9	0,2	14,1	57,8	42,4	15,4	45,1	0,0	43,9	3,8	
2007 I	13,6	0,3	105,1	0,3	14,0	50,2	39,9	10,2	44,8	0,0	46,6	3,7	
II	17,5	0,3	115,8	0,3	13,7	67,1	39,6	27,5	45,0	0,0	46,2	4,3	

	IFM (excluido el Eurosistema)				Otros sectores							
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos		
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2003	1.734,6	38,5	2.241,9	31,3	164,9	550,0	221,7	328,3	84,8	110,8	396,3	45,7
2004	1.950,8	45,4	2.423,3	42,1	170,1	607,0	277,1	329,9	93,8	115,3	417,5	49,8
2005	2.458,5	56,2	3.045,8	52,3	189,5	800,8	455,2	345,6	130,7	133,1	580,8	70,1
2006	2.879,1	59,2	3.413,5	53,8	187,7	988,7	613,5	375,2	151,5	144,5	744,5	87,7
2007 I	3.141,4	70,1	3.657,9	57,3	196,6	1.031,5	588,3	443,2	153,3	141,0	786,0	100,3
II	3.256,4	71,6	3.815,4	62,7	198,7	1.043,1	621,8	421,4	159,6	147,1	843,6	109,8

5. Reservas internacionales

	Activos de reserva												Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva							Otros activos	Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera prede- terminados	
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y partici- paciones	Bonos y obliga- ciones					Instrum. del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2003	306,7	130,0	393,543	4,4	23,3	149,0	10,0	30,4	107,9	1,0	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	56,6	37,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 I	331,5	180,4	363,109	4,6	4,3	142,2	4,9	27,6	109,4	0,1	84,6	24,7	0,3	0,0	25,1	-22,6
II	325,3	172,8	358,768	4,7	4,3	143,5	5,7	27,7	110,1	0,2	84,5	25,5	0,0	0,0	26,6	-24,6
2007 Sep	340,5	187,0	356,925	4,7	3,8	144,9	7,5	27,5	109,6	-	-	-	0,4	0,0	26,2	-26,8
Oct	346,6	194,4	355,749	4,6	3,7	143,9	6,7	26,6	110,1	-	-	-	0,5	0,0	26,0	-26,4
Nov	339,2	188,8	355,733	4,6	3,5	142,2	8,5	22,8	110,4	-	-	-	0,5	0,0	26,8	-25,5
de los cuales depositados en el Banco Central Europeo																
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	7,8	13,2	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	0,0	10,4	13,2	0,0	0,0	2,9	-0,9
2006	39,9	9,9	20,572	0,4	0,0	29,6	1,6	1,5	26,5	0,0	19,1	7,4	0,0	0,0	2,8	-0,3
2007 I	40,5	10,3	20,632	0,4	0,0	29,9	1,4	3,3	25,2	0,0	19,5	5,8	0,0	0,0	3,0	-0,6
II	40,5	9,4	19,442	0,4	0,0	30,7	1,2	3,0	26,5	0,0	20,7	5,8	0,0	0,0	3,2	-1,6
2007 Sep	40,1	10,2	19,442	0,5	0,0	29,4	1,3	2,2	26,0	-	-	-	0,0	0,0	3,1	-0,7
Oct	39,9	10,6	19,442	0,5	0,0	28,8	0,9	2,4	25,5	-	-	-	0,0	0,0	3,4	-0,8
Nov	39,4	10,3	19,442	0,5	0,0	28,7	1,1	1,5	26,1	-	-	-	0,0	0,0	3,2	0,1

Fuente: BCE.

7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

1. Comercio en términos nominales, reales y valores unitarios por producto

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2003	-2,3	0,5	1.059,5	500,9	221,7	299,8	916,9	986,8	553,1	165,0	240,5	708,4	109,0
2004	8,9	9,4	1.146,1	544,8	247,1	314,9	996,0	1.073,4	603,7	184,3	256,3	767,8	128,9
2005	7,8	13,5	1.241,0	590,9	270,1	335,0	1.070,0	1.225,6	704,9	208,1	276,5	842,9	186,2
2006	12,1	14,5	1.392,8	675,1	295,1	372,4	1.194,1	1.404,1	835,9	219,7	307,4	952,8	224,4
2006 II	10,2	16,1	342,5	165,1	72,9	91,7	292,3	349,3	207,4	55,9	76,2	236,0	57,3
III	8,8	11,3	350,1	171,0	72,5	92,8	299,5	355,6	214,0	53,9	76,9	239,8	59,9
IV	12,8	8,6	364,0	177,6	76,4	96,7	315,0	358,3	213,1	54,4	79,1	248,6	52,2
2007 I	8,8	4,8	369,8	177,9	78,1	97,5	318,1	360,5	213,7	53,6	79,6	254,4	47,3
II	8,9	2,9	371,7	178,7	78,4	98,5	316,4	359,9	217,2	50,6	79,3	248,2	52,7
III	9,3	5,2	381,8	183,0	79,6	100,7	326,7	372,7	221,1	52,3	82,4	257,7	56,8
2007 Abr	11,1	5,6	122,4	59,0	26,2	32,3	104,5	119,6	71,9	16,7	26,4	81,8	17,2
May	6,3	0,6	123,1	59,0	26,0	32,7	104,2	119,1	72,3	16,8	26,1	82,0	17,6
Jun	9,2	2,8	126,3	60,7	26,2	33,5	107,8	121,2	73,0	17,1	26,8	84,3	17,9
Jul	13,6	9,0	125,6	60,5	25,6	33,4	107,3	124,3	74,5	17,6	27,1	85,8	19,2
Ago	11,6	4,4	128,9	62,1	27,0	33,7	110,6	124,8	74,0	17,5	27,7	86,8	18,9
Sep	3,2	2,1	127,3	60,4	27,0	33,6	108,8	123,6	72,6	17,2	27,6	85,1	18,6
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2003	1,0	3,6	108,6	106,3	106,9	113,2	108,4	102,1	100,3	97,3	109,8	100,2	103,0
2004	9,0	6,5	117,6	115,4	120,1	118,5	118,1	108,1	104,1	109,4	117,7	108,4	104,9
2005	4,9	5,1	123,9	120,3	129,6	123,6	124,3	114,3	107,6	124,2	123,7	116,4	109,6
2006	8,3	6,8	134,3	131,9	138,8	133,3	135,1	122,1	115,3	131,0	133,0	127,3	109,4
2006 II	5,9	5,3	132,6	130,0	137,8	130,9	133,1	121,0	113,6	133,0	132,9	126,9	107,2
III	5,8	5,5	135,0	133,2	137,3	133,0	135,7	122,9	117,1	129,4	132,7	127,5	117,0
IV	10,1	6,9	139,5	137,3	143,0	138,4	141,3	126,0	119,1	131,5	136,9	132,2	108,9
2007 I	7,1	5,9	140,7	135,8	146,0	138,4	141,7	126,4	118,6	130,4	137,4	134,5	101,8
II	5,9	2,8	140,1	135,0	145,5	139,3	140,0	124,5	118,3	124,7	136,0	131,1	106,3
III	6,5	4,1	143,6	137,7	147,4	142,2	144,4	127,7	118,7	128,5	140,2	135,9	111,9
2007 Abr	8,4	6,1	138,8	134,2	146,1	138,1	139,1	124,7	118,3	123,4	135,4	129,7	105,7
May	3,3	1,6	139,1	133,6	144,8	138,2	138,2	124,3	118,9	124,5	134,8	130,2	107,3
Jun	6,2	0,8	142,4	137,0	145,6	141,5	142,8	124,5	117,6	126,3	137,9	133,4	105,9
Jul	10,3	7,6	141,5	136,4	142,0	140,4	142,0	127,7	119,6	130,2	138,4	135,7	112,4
Ago	9,2	5,1	146,0	140,3	150,2	143,6	147,0	129,0	120,0	130,2	141,9	138,1	113,1
Sep	0,7	-0,2	143,3	136,3	149,9	142,6	144,3	126,4	116,3	125,0	140,2	133,9	110,1
Índices de valor unitario (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2003	-3,2	-3,0	97,6	96,2	96,3	101,1	97,4	94,8	93,6	92,3	99,5	96,0	86,4
2004	-0,1	2,6	97,5	96,4	95,7	101,4	97,1	97,3	98,4	91,7	98,9	96,3	99,6
2005	2,8	7,9	100,2	100,2	96,8	103,4	99,1	105,0	111,2	91,2	101,5	98,3	137,6
2006	3,5	7,4	103,8	104,4	98,8	106,6	101,8	112,8	123,1	91,3	105,0	101,8	166,8
2006 II	4,0	10,2	103,3	103,7	98,4	106,9	101,2	113,2	124,0	91,6	104,3	101,1	173,9
III	2,8	5,6	103,8	104,8	98,2	106,5	101,7	113,5	124,2	90,6	105,3	102,2	166,4
IV	2,5	1,6	104,4	105,6	99,4	106,7	102,7	111,5	121,6	90,0	105,0	102,2	156,0
2007 I	1,6	-1,0	105,2	107,0	99,4	107,6	103,4	111,9	122,4	89,6	105,3	102,9	151,2
II	2,8	0,1	106,2	108,1	100,2	107,9	104,1	113,4	124,7	88,4	105,9	102,9	161,1
III	2,6	1,0	106,4	108,5	100,4	108,1	104,3	114,5	126,6	88,7	106,8	103,1	165,0
2007 Abr	2,5	-0,5	105,8	107,7	100,1	107,1	103,8	112,9	123,8	88,5	106,3	102,9	158,7
May	2,9	-1,0	106,2	108,1	100,1	108,5	104,2	112,7	123,9	88,0	105,5	102,7	159,7
Jun	2,9	2,0	106,5	108,5	100,2	108,3	104,3	114,5	126,4	88,6	105,8	103,1	164,8
Jul	3,0	1,3	106,6	108,5	100,7	108,8	104,4	114,6	127,0	88,2	106,6	103,2	166,7
Ago	2,2	-0,7	106,0	108,4	100,2	107,4	104,0	113,8	125,7	88,0	106,4	102,5	163,2
Sep	2,5	2,4	106,6	108,7	100,4	108,0	104,3	115,1	127,2	89,8	107,3	103,6	165,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (índices de comercio en términos reales y desestacionalización de índices de valor unitario).

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			Africa	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros					China	Japón	Otros países asiáticos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2003	1.059,5	24,8	38,6	194,6	125,2	29,2	62,9	24,8	167,0	35,1	31,3	134,7	59,4	37,8	94,1
2004	1.146,1	25,8	42,2	204,3	138,7	35,9	66,6	31,9	172,6	40,4	33,3	151,6	64,5	40,6	97,6
2005	1.241,0	29,0	45,2	202,9	158,4	43,7	70,8	34,7	185,1	43,3	34,0	166,4	73,3	46,9	107,3
2006	1.392,8	31,7	49,8	216,6	195,5	55,2	77,7	38,9	201,0	53,9	34,5	184,9	77,9	54,8	120,3
2006 II	342,5	7,9	12,2	53,9	48,0	12,9	18,6	9,9	49,6	12,7	8,4	45,0	19,2	13,5	30,6
2006 III	350,1	7,9	12,7	54,6	49,7	14,2	19,6	9,7	49,9	13,7	8,7	46,1	19,3	13,7	30,3
2006 IV	364,0	8,1	13,1	54,8	52,3	15,6	21,0	9,7	51,1	14,7	8,6	49,0	20,1	14,3	31,6
2007 I	369,8	8,3	13,5	56,6	54,1	15,7	20,5	10,3	49,9	14,4	8,8	49,1	21,4	14,9	32,2
2007 II	371,7	8,4	13,9	55,9	55,3	16,7	20,0	9,9	48,6	14,9	8,9	49,0	21,6	15,4	33,2
2007 III	381,8	8,5	14,1	58,5	57,9	17,1	20,5	10,3	49,2	15,3	8,4	51,0	22,1	15,6	33,2
2007 May	123,1	2,8	4,7	18,3	18,4	5,6	6,7	3,3	15,5	5,1	2,9	16,2	7,1	5,0	11,5
2007 Jun	126,3	2,7	4,8	19,2	18,8	5,7	6,7	3,3	16,6	5,0	3,1	16,7	7,3	5,1	11,5
2007 Jul	125,6	2,9	4,8	19,4	19,1	5,7	6,7	3,3	16,3	5,0	2,8	17,0	7,3	5,2	10,1
2007 Ago	128,9	2,9	4,8	20,1	19,6	5,8	6,9	3,5	16,5	5,1	2,9	17,1	7,4	5,4	11,0
2007 Sep	127,3	2,7	4,6	19,1	19,3	5,6	6,9	3,5	16,4	5,2	2,6	16,9	7,3	5,1	12,0
2007 Oct	130,1	.	.	.	.	5,9	6,9	3,5	16,3	5,2	2,8	17,2	7,4	5,4	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2006	100,0	2,3	3,6	15,6	14,0	4,0	5,6	2,8	14,4	3,9	2,5	13,3	5,6	3,9	8,6
Importaciones (c.i.f.)															
2003	986,8	23,7	36,9	138,6	109,0	47,4	50,5	19,4	110,5	74,4	52,1	142,8	68,8	39,9	72,9
2004	1.073,4	25,4	39,8	144,4	116,8	56,6	53,3	23,2	113,3	92,3	54,0	162,3	72,8	45,1	74,0
2005	1.225,6	26,3	42,2	152,4	129,4	76,2	58,0	25,5	120,0	117,9	53,0	191,3	95,9	53,7	83,7
2006	1.404,1	28,4	47,7	166,6	154,5	95,6	62,4	29,5	131,0	144,4	56,9	217,6	110,6	66,2	92,8
2006 II	349,3	7,0	11,6	42,8	37,7	25,5	15,4	7,5	32,2	35,4	14,1	54,9	27,3	16,3	21,6
2006 III	355,6	7,2	12,1	41,3	39,5	24,1	16,1	7,5	32,7	35,8	14,4	54,8	28,2	16,8	25,1
2006 IV	358,3	7,1	12,6	41,0	41,6	22,2	15,9	7,6	33,6	39,7	14,3	54,0	27,8	17,4	23,5
2007 I	360,5	7,0	12,9	40,8	42,3	22,6	16,9	7,9	33,7	42,1	14,9	53,8	26,5	17,9	21,2
2007 II	359,9	7,0	12,7	41,2	43,3	23,7	16,5	7,9	32,1	39,8	14,2	53,2	27,0	18,3	22,9
2007 III	372,7	7,3	12,8	42,1	45,3	23,6	17,2	8,1	32,7	44,4	14,5	53,9	27,8	18,9	24,2
2007 May	119,1	2,2	4,3	13,4	14,3	7,8	5,1	2,6	10,9	13,1	4,8	17,8	8,9	6,1	7,8
2007 Jun	121,2	2,4	4,2	14,0	15,0	8,0	5,7	2,7	10,6	13,7	4,8	17,9	9,6	6,2	6,5
2007 Jul	124,3	2,5	4,2	14,2	14,7	8,2	5,7	2,7	10,9	14,8	4,7	18,4	9,4	6,2	7,8
2007 Ago	124,8	2,4	4,3	14,3	15,2	7,8	5,8	2,7	10,8	14,9	5,1	18,1	9,1	6,3	7,9
2007 Sep	123,6	2,4	4,3	13,5	15,3	7,6	5,7	2,7	11,1	14,7	4,7	17,4	9,3	6,4	8,5
2007 Oct	126,1	.	.	.	.	9,0	5,8	2,7	10,4	14,5	4,9	17,4	9,2	6,5	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2006	100,0	2,0	3,4	11,9	11,0	6,8	4,4	2,1	9,3	10,3	4,1	15,5	7,9	4,7	6,6
Saldo															
2003	72,7	1,1	1,8	56,0	16,2	-18,2	12,4	5,4	56,6	-39,3	-20,8	-8,1	-9,4	-2,1	21,2
2004	72,8	0,4	2,4	60,0	21,9	-20,7	13,3	8,6	59,3	-51,9	-20,7	-10,7	-8,3	-4,5	23,6
2005	15,4	2,7	3,0	50,5	29,1	-32,5	12,8	9,2	65,1	-74,6	-19,0	-24,9	-22,7	-6,8	23,6
2006	-11,3	3,3	2,1	50,0	41,0	-40,4	15,3	9,4	70,1	-90,4	-22,3	-32,7	-32,7	-11,5	27,5
2006 II	-6,8	0,9	0,6	11,1	10,4	-12,6	3,2	2,5	17,4	-22,7	-5,7	-9,9	-8,2	-2,8	9,0
2006 III	-5,5	0,7	0,6	13,3	10,2	-9,8	3,5	2,2	17,2	-22,1	-5,7	-8,8	-8,9	-3,2	5,2
2006 IV	5,7	1,1	0,5	13,8	10,7	-6,6	5,0	2,1	17,5	-25,0	-5,6	-5,0	-7,8	-3,2	8,1
2007 I	9,3	1,3	0,6	15,8	11,8	-6,9	3,6	2,4	16,3	-27,8	-6,1	-4,7	-5,1	-3,0	10,9
2007 II	11,8	1,4	1,2	14,7	12,0	-7,1	3,5	2,0	16,5	-24,9	-5,4	-4,1	-5,4	-3,0	10,3
2007 III	9,1	1,2	1,3	16,5	12,7	-6,5	3,4	2,2	16,5	-29,1	-6,1	-3,0	-5,7	-3,2	9,0
2007 May	4,0	0,6	0,4	4,9	4,1	-2,2	1,6	0,7	4,6	-8,0	-1,9	-1,6	-1,8	-1,1	3,6
2007 Jun	5,1	0,3	0,6	5,2	3,8	-2,3	1,0	0,6	6,0	-8,7	-1,7	-1,3	-2,3	-1,1	5,0
2007 Jul	1,3	0,4	0,5	5,1	4,4	-2,5	1,1	0,6	5,5	-9,8	-1,9	-1,4	-2,0	-1,0	2,3
2007 Ago	4,1	0,5	0,5	5,8	4,3	-2,1	1,1	0,8	5,7	-9,8	-2,2	-1,1	-1,7	-0,9	3,1
2007 Sep	3,6	0,3	0,4	5,6	4,0	-2,0	1,2	0,8	5,3	-9,5	-2,1	-0,5	-2,0	-1,4	3,5
2007 Oct	4,0	.	.	.	.	-3,1	1,2	0,7	5,8	-9,3	-2,1	-0,2	-1,9	-1,1	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (saldo y columnas 5, 12 y 15).



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

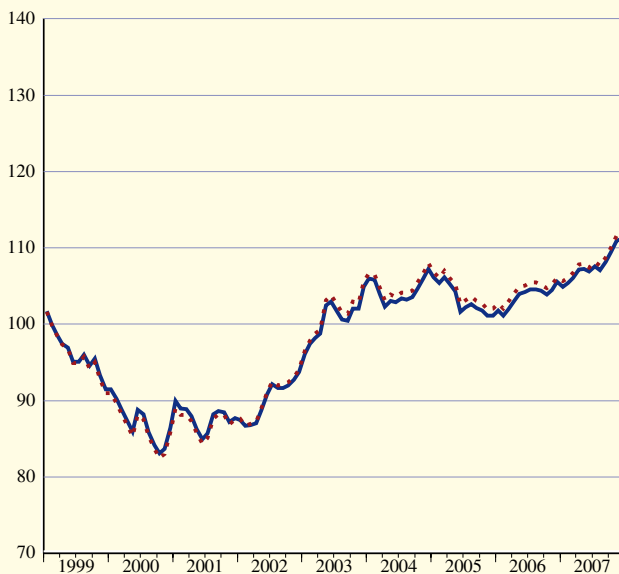
(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-24						TCE-44	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	103,3	104,2	102,4	102,4	99,3	102,1	109,7	103,7
2006	103,6	104,5	102,9	102,4	99,6	101,6	110,0	103,4
2007	107,7	108,3	105,4	-	-	-	114,1	106,5
2006 IV	104,6	105,3	104,1	103,2	99,5	101,0	111,3	104,3
2007 I	105,5	106,1	104,6	104,0	99,6	102,3	112,0	104,8
II	107,1	107,7	104,7	105,5	102,1	104,1	113,5	106,0
III	107,6	108,2	105,1	105,9	102,7	104,7	114,1	106,4
IV	110,5	111,1	107,0	-	-	-	116,9	108,9
2006 Dic	105,5	106,1	104,9	-	-	-	112,3	105,0
2007 Ene	104,9	105,6	104,4	-	-	-	111,5	104,3
Feb	105,4	106,1	104,6	-	-	-	111,9	104,6
Mar	106,1	106,7	104,7	-	-	-	112,7	105,4
Abr	107,1	107,9	105,1	-	-	-	113,7	106,3
May	107,3	107,9	104,7	-	-	-	113,6	106,1
Jun	106,9	107,4	104,3	-	-	-	113,1	105,6
Jul	107,6	108,1	104,8	-	-	-	113,9	106,3
Ago	107,1	107,7	104,8	-	-	-	113,7	106,0
Sep	108,2	108,8	105,6	-	-	-	114,7	106,9
Oct	109,4	110,0	106,5	-	-	-	115,7	107,8
Nov	111,0	111,6	107,3	-	-	-	117,6	109,5
Dic	111,2	111,8	107,3	-	-	-	117,6	109,5
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2007 Dic	0,2	0,2	0,0	-	-	-	0,0	0,0
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2007 Dic	5,4	5,4	2,3	-	-	-	4,7	4,3

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

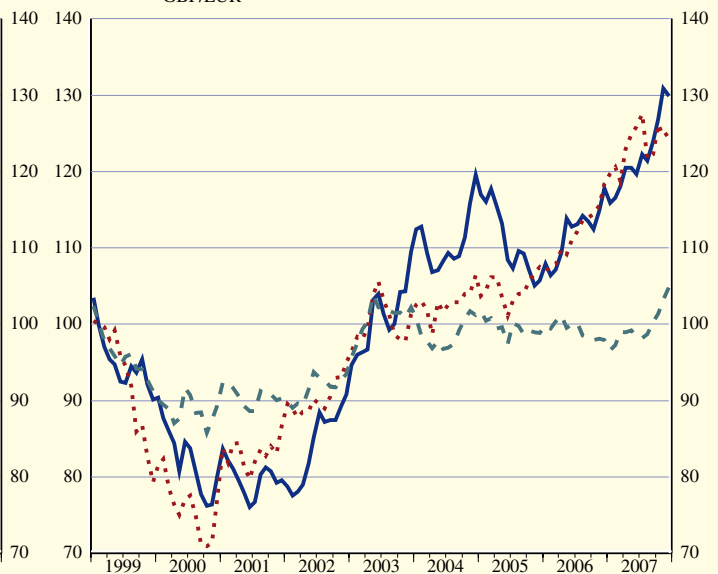
— TCE-24 nominal
 - - - TCE-24 real deflactado por el IPC



C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— USD/EUR
 - - - JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2007 II	7,4500	9,2573	0,67880	1,3481	162,89	1,6478	1.252,05	10,5372	2,0562	1,4791	8,1060	1,6214
III	7,4446	9,2639	0,68001	1,3738	161,90	1,6473	1.274,31	10,7250	2,0841	1,4374	7,9175	1,6229
IV	7,4557	9,2899	0,70782	1,4486	163,83	1,6596	1.334,12	11,2639	2,1061	1,4201	7,8778	1,6279
2007 Jun	7,4452	9,3290	0,67562	1,3419	164,55	1,6543	1.245,39	10,4854	2,0619	1,4293	8,0590	1,5930
Jul	7,4410	9,1842	0,67440	1,3716	166,76	1,6567	1.259,70	10,7247	2,0789	1,4417	7,9380	1,5809
Ago	7,4429	9,3231	0,67766	1,3622	159,05	1,6383	1.273,37	10,6469	2,0744	1,4420	7,9735	1,6442
Sep	7,4506	9,2835	0,68887	1,3896	159,82	1,6475	1.291,46	10,8151	2,1009	1,4273	7,8306	1,6445
Oct	7,4534	9,1735	0,69614	1,4227	164,95	1,6706	1.301,67	11,0327	2,0849	1,3891	7,6963	1,5837
Nov	7,4543	9,2889	0,70896	1,4684	162,89	1,6485	1.348,46	11,4211	2,1242	1,4163	7,9519	1,6373
Dic	7,4599	9,4319	0,72064	1,4570	163,55	1,6592	1.356,79	11,3619	2,1108	1,4620	8,0117	1,6703
% variación sobre mes anterior												
2007 Dic	0,1	1,5	1,6	-0,8	0,4	0,6	0,6	-0,5	-0,6	3,2	0,8	2,0
% variación sobre año anterior												
2007 Dic	0,1	4,4	7,1	10,3	5,6	3,9	11,0	10,6	3,7	-3,9	-1,8	-0,7
	Corona checa	Corona estonia	Libra chipriota	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Lira maltesa	Zloty polaco	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano ¹⁾	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2005	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	
2006	28,342	15,6466	0,57578	0,6962	3,4528	264,26	0,4293	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	
2007	27,766	15,6466	0,58263	0,7001	3,4528	251,35	0,4293	3,7837	33,775	1,9558	3,3553	
2007 II	28,272	15,6466	0,58272	0,6986	3,4528	248,31	0,4293	3,8005	33,751	1,9558	3,2789	
III	27,941	15,6466	0,58417	0,6988	3,4528	251,82	0,4293	3,7900	33,579	1,9558	3,2321	
IV	26,826	15,6466	0,58447	0,7005	3,4528	252,86	0,4293	3,6584	33,424	1,9558	3,4489	
2007 Jun	28,546	15,6466	0,58352	0,6963	3,4528	250,29	0,4293	3,8074	34,002	1,9558	3,2243	
Jul	28,359	15,6466	0,58412	0,6969	3,4528	246,90	0,4293	3,7682	33,326	1,9558	3,1345	
Ago	27,860	15,6466	0,58420	0,6978	3,4528	255,20	0,4293	3,8116	33,603	1,9558	3,2246	
Sep	27,573	15,6466	0,58420	0,7021	3,4528	253,33	0,4293	3,7891	33,829	1,9558	3,3481	
Oct	27,335	15,6466	0,58420	0,7030	3,4528	251,02	0,4293	3,7062	33,624	1,9558	3,3537	
Nov	26,733	15,6466	0,58420	0,7005	3,4528	254,50	0,4293	3,6575	33,232	1,9558	3,4739	
Dic	26,317	15,6466	0,58511	0,6975	3,4528	253,18	0,4293	3,6015	33,404	1,9558	3,5351	
% variación sobre mes anterior												
2007 Dic	-1,6	0,0	0,2	-0,4	0,0	-0,5	0,0	-1,5	0,5	0,0	1,8	
% variación sobre año anterior												
2007 Dic	-5,3	0,0	1,2	0,0	0,0	-0,3	0,0	-5,5	-4,5	0,0	3,6	
	Yuan renminbi chino ²⁾	Kuna croata ²⁾	Corona islandesa	Rupia indonesia ²⁾	Ringgit malasio ²⁾	Dólar neozelandés	Peso filipino ²⁾	Rublo ruso ²⁾	Rand sudafricano	Baht tailandés ²⁾	Nueva lira turca ³⁾	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2005	10,1955	7,4008	78,23	12.072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771	
2006	10,0096	7,3247	87,76	11.512,37	4,6044	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	1,8090	
2007	10,4178	7,3376	87,63	12.528,33	4,7076	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214	1,7865	
2007 II	10,3476	7,3494	85,82	12.082,62	4,6204	1,8188	63,134	34,8589	9,5688	44,011	1,8029	
III	10,3834	7,3080	86,71	12.705,62	4,7608	1,8508	63,035	35,0350	9,7645	43,220	1,7685	
IV	10,7699	7,3281	88,69	13.374,03	4,8613	1,8965	62,330	35,6947	9,8088	45,097	1,7261	
2007 Jun	10,2415	7,3313	84,26	12.056,30	4,6237	1,7738	61,968	34,7739	9,6198	43,492	1,7728	
Jul	10,3899	7,2947	83,16	12.441,28	4,7184	1,7446	62,418	35,0292	9,5712	41,870	1,7574	
Ago	10,3162	7,3161	88,46	12.765,65	4,7457	1,8786	62,862	34,9211	9,8391	43,337	1,7921	
Sep	10,4533	7,3134	88,59	12.927,37	4,8249	1,9358	63,911	35,1723	9,8912	44,570	1,7536	
Oct	10,6741	7,3284	86,30	12.945,80	4,8005	1,8739	62,894	35,4008	9,6371	44,898	1,7089	
Nov	10,8957	7,3365	89,34	13.608,92	4,9279	1,9231	63,271	35,9174	9,8553	46,120	1,7498	
Dic	10,7404	7,3178	90,82	13.620,45	4,8576	1,8930	60,556	35,7927	9,9626	44,153	1,7195	
% variación sobre mes anterior												
2007 Dic	-1,4	-0,3	1,7	0,1	-1,4	-1,6	-4,3	-0,3	1,1	-4,3	-1,7	
% variación sobre año anterior												
2007 Dic	3,9	-0,5	-0,8	13,5	3,6	-0,9	-7,2	3,1	7,0	-6,5	-9,1	

Fuente: BCE.

1) Los datos anteriores a julio del 2005 corresponden al leu rumano. 1 nuevo leu equivale a 10.000 lei antiguos.

2) Desde el 1 de abril del 2005, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.

3) Los datos anteriores a enero del 2005 corresponden a la lira turca; 1 nueva lira turca equivale a 1.000.000 de liras turcas antiguas.



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
IAPC												
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	6,6	3,8	4,0	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2007	.	3,0	.	6,7	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 II	4,7	2,6	1,5	5,8	8,5	5,0	8,5	2,3	3,9	1,7	1,4	2,6
III	9,0	2,7	1,0	6,7	10,4	5,9	7,3	2,4	5,1	1,4	1,4	1,8
IV	.	4,9	.	9,2	.	.	.	.	.	.	.	.
2007 Ago	9,3	2,6	0,9	6,1	10,2	5,6	7,1	2,1	5,0	1,2	1,2	1,8
Sep	11,0	2,8	1,2	7,5	11,5	7,1	6,4	2,7	6,1	1,7	1,6	1,8
Oct	10,6	4,0	1,8	8,7	13,2	7,6	6,9	3,1	6,9	2,4	1,9	2,1
Nov	11,4	5,1	2,5	9,3	13,7	7,9	7,2	3,7	6,8	2,3	2,4	2,1
Dic	.	5,5	.	9,7	.	.	.	.	.	.	.	.
Déficit (-) superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB												
2004	2,3	-3,0	1,9	1,8	-1,0	-1,5	-6,5	-5,7	-1,5	-2,4	0,8	-3,4
2005	2,0	-3,5	4,6	1,9	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,4	-2,8	2,4	-3,3
2006	3,2	-2,9	4,6	3,6	-0,3	-0,6	-9,2	-3,8	-1,9	-3,7	2,5	-2,7
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB												
2004	37,9	30,4	44,0	5,1	14,5	19,4	59,4	45,7	18,8	41,4	52,4	40,4
2005	29,2	30,2	36,3	4,4	12,5	18,6	61,6	47,1	15,8	34,2	52,2	42,1
2006	22,8	30,1	30,3	4,0	10,6	18,2	65,6	47,6	12,4	30,4	47,0	43,2
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período												
2007 Jun	4,57	4,53	4,65	-	5,62	4,57	6,71	5,52	7,05	4,66	4,44	5,49
Jul	4,79	4,59	4,58	-	5,28	4,89	6,58	5,60	6,86	4,70	4,45	5,46
Ago	4,79	4,48	4,39	-	5,32	4,80	6,80	5,68	6,93	4,65	4,25	5,19
Sep	4,44	4,54	4,36	-	5,21	4,72	6,67	5,69	6,93	4,61	4,22	5,05
Oct	4,59	4,50	4,39	-	5,06	4,72	6,61	5,64	6,93	4,64	4,31	5,00
Nov	4,94	4,54	4,21	-	5,12	4,57	6,74	5,70	6,93	4,59	4,22	4,74
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período												
2007 Jun	4,53	2,93	4,37	4,74	8,09	4,91	8,02	4,52	7,26	4,27	3,67	5,88
Jul	4,69	3,07	4,42	4,73	6,66	4,97	7,87	4,78	6,92	4,34	3,78	6,02
Ago	4,80	3,28	4,66	4,94	7,99	5,25	7,83	4,91	6,69	4,33	3,96	6,42
Sep	5,25	3,46	4,85	5,21	11,06	5,59	7,72	5,09	6,82	4,32	4,22	6,65
Oct	5,59	3,55	4,84	5,22	12,75	5,93	7,60	5,13	7,25	4,33	4,37	6,27
Nov	6,32	3,73	4,82	5,36	11,69	6,50	7,51	5,36	7,71	4,35	4,61	6,41
PIB real												
2005	6,2	6,4	3,1	10,2	10,6	7,9	4,1	3,6	4,2	6,6	3,3	1,8
2006	6,1	6,4	3,5	11,2	11,9	7,7	3,9	6,2	7,7	8,5	4,1	2,9
2007 I	6,2	6,3	2,9	10,1	11,2	7,6	2,6	6,7	6,0	8,3	3,2	3,1
II	6,6	6,2	0,5	7,6	11,0	7,6	1,6	6,6	5,6	9,3	2,9	3,2
III	4,5	6,1	1,7	6,4	10,9	11,6	1,1	5,8	5,7	9,4	2,6	3,3
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB												
2005	-11,0	-1,5	4,5	-9,3	-11,2	-5,9	-6,0	-1,3	-7,9	-8,5	6,9	-2,4
2006	-15,0	-2,8	2,6	-13,2	-21,1	-9,6	-5,9	-2,6	-10,5	-7,1	6,3	-3,8
2007 I	-27,3	2,3	-2,0	-21,1	-24,4	-12,2	-4,6	-2,4	-16,9	1,0	9,4	-5,4
II	-18,9	-4,7	2,8	-11,7	-22,7	-14,6	-5,9	-4,2	-16,0	-6,9	4,8	-4,2
III	-11,3	-4,9	2,9	-13,4	-23,8	-10,2	-3,2	-1,9	-11,0	-6,6	5,5	-6,2
Costes laborales unitarios												
2005	2,4	-0,6	0,9	2,6	15,2	5,9	3,1	0,3	.	4,3	0,0	3,9
2006	4,5	1,7	2,2	8,0	14,0	8,5	.	.	.	1,7	0,4	2,6
2007 I	14,6	3,4	4,4	16,0	-	4,6	-	-	-	2,5	4,1	0,3
II	13,2	2,4	6,3	20,1	-	7,7	-	-	-	-0,4	3,7	2,4
III	.	3,0	3,9	20,7	-	10,8	-	-	-	0,3	2,8	2,3
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)												
2005	10,1	7,9	4,8	7,9	8,9	8,2	7,2	17,7	7,1	16,3	7,4	4,8
2006	9,0	7,1	3,9	5,9	6,9	5,6	7,4	13,8	7,3	13,3	7,1	5,3
2007 I	7,7	5,8	4,0	4,8	6,4	4,7	7,3	10,9	6,4	11,4	6,5	5,5
II	7,1	5,5	3,9	5,0	5,9	4,3	7,2	10,0	6,7	11,3	6,1	5,3
III	6,7	5,2	3,8	4,8	5,8	4,1	7,2	9,2	6,5	11,3	5,8	5,3
2007 Jul	6,9	5,3	3,9	4,7	6,0	4,2	7,2	9,5	6,5	11,4	5,7	5,3
Ago	6,6	5,2	3,9	4,7	5,8	4,0	7,3	9,2	6,5	11,3	5,8	5,3
Sep	6,5	5,1	3,8	4,8	5,7	4,0	7,2	8,9	6,5	11,3	5,9	5,2
Oct	6,1	5,0	3,3	5,0	5,5	4,0	7,3	8,7	7,3	11,3	5,9	.
Nov	5,8	4,8	3,2	5,2	5,4	4,0	7,3	8,5	7,2	11,0	6,0	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

9.2 En Estados Unidos y Japón

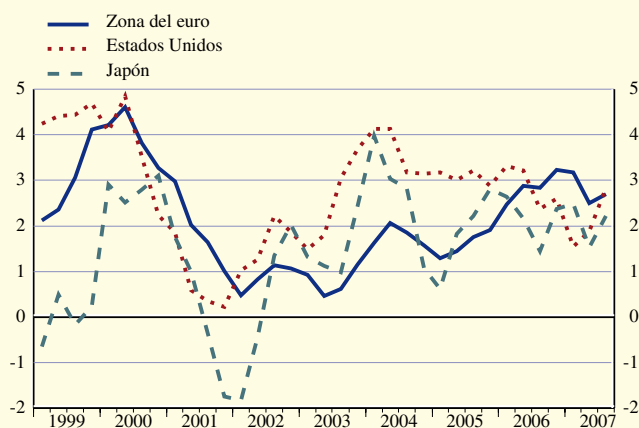
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ en %	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2004	2,7	-0,1	3,6	3,0	5,5	4,7	1,62	4,26	1,2439	-4,4	48,9
2005	3,4	-0,5	3,1	4,0	5,1	4,4	3,56	4,28	1,2441	-3,6	49,2
2006	3,2	-1,5	2,9	5,0	4,6	4,8	5,19	4,79	1,2556	-2,6	48,7
2007	.	.	.	.	4,6	.	5,30	4,63	1,3705	.	.
2006 IV	1,9	0,4	2,6	3,6	4,4	4,9	5,37	4,63	1,2887	-2,1	48,7
2007 I	2,4	0,9	1,5	2,3	4,5	5,4	5,36	4,68	1,3106	-3,0	49,7
II	2,7	2,4	1,9	2,0	4,5	6,2	5,36	4,84	1,3481	-2,6	48,7
III	2,4	2,8	2,8	1,8	4,7	6,4	5,45	4,74	1,3738	.	.
IV	.	.	.	.	4,8	.	5,02	4,27	1,4486	.	.
2007 Ago	2,0	.	.	1,4	4,7	6,6	5,48	4,68	1,3622	.	.
Sep	2,8	.	.	1,6	4,7	6,7	5,49	4,51	1,3896	.	.
Oct	3,5	.	.	1,8	4,8	6,3	5,15	4,52	1,4227	.	.
Nov	4,3	.	.	2,5	4,7	6,2	4,96	4,16	1,4684	.	.
Dic	.	.	.	.	5,0	.	4,97	4,10	1,4570	.	.
Japón											
2004	0,0	-4,9	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-6,2	157,6
2005	-0,3	-0,6	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	-6,4	164,2
2006	0,2	-2,6	2,4	4,8	4,1	1,1	0,30	1,74	146,02	.	.
2007	.	.	.	.	.	.	0,79	1,68	161,25	.	.
2006 IV	0,3	-3,6	2,5	5,9	4,1	0,6	0,49	1,70	151,72	.	.
2007 I	-0,1	-2,2	2,8	3,0	4,0	1,0	0,62	1,68	156,43	.	.
II	-0,1	.	1,6	2,4	3,8	1,5	0,69	1,74	162,89	.	.
III	-0,1	.	2,0	2,7	3,8	1,9	0,89	1,72	161,90	.	.
IV	.	.	.	.	.	.	0,96	1,57	163,83	.	.
2007 Ago	-0,2	.	.	4,4	3,8	1,8	0,92	1,65	159,05	.	.
Sep	-0,2	.	.	0,8	4,0	1,8	0,99	1,61	159,82	.	.
Oct	0,3	.	.	4,8	4,0	1,9	0,97	1,66	164,95	.	.
Nov	0,6	.	.	2,9	3,8	2,0	0,91	1,51	162,89	.	.
Dic	.	.	.	.	.	.	0,99	1,53	163,55	.	.

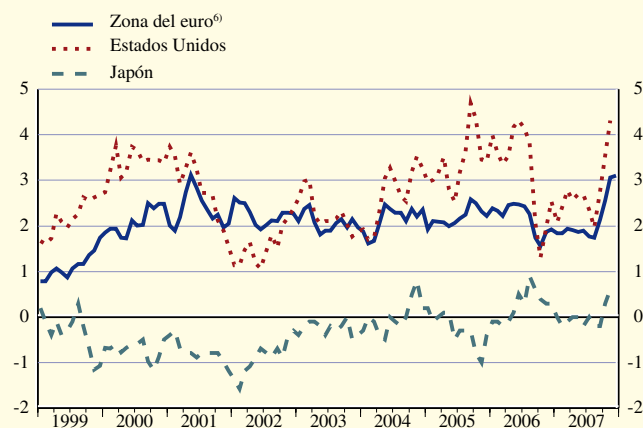
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón), datos de la zona del euro en el gráfico]; Reuters (columnas 7 y 8); cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.

3) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

6) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C9	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C11	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C13	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C14	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C15	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C21	Nuevos depósitos a plazo	S43
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C25	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S45
C26	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S45
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C30	Cuenta corriente	S60
C31	Inversiones netas directas y de cartera	S60
C32	Bienes	S61
C33	Servicios	S61
C34	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S65
C35	Tipos de cambio efectivos	S72
C36	Tipos de cambio bilaterales	S72
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C38	Índices de precios de consumo	S75



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

$$h) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas f) o g).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula g).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajusta-

dos³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En el cuadro 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. Por lo que respecta a las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. De la misma manera, en la cuenta financiera también se refleja esta identidad contable, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de los cuadros 3.1 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo.

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

2 Para más detalles, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez, y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo n.º 9628, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

El excedente neto de explotación y la renta mixta sólo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta sólo se define para los sectores residentes y se calcula como suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define sólo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), y más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos (lo que se conoce también como variaciones del patri-

monio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones). Para los sectores de hogares y de sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre estos saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera, respectivamente.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital, las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente, se excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenido a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de sal-

dos nocionales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nocionales en el mes t queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nocionales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nocionales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

4 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de bienes también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services» se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintas bases de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 9 de enero de 2008.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2008 se refieren al Euro-15 (la zona del euro que incluye Chipre y Malta) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, lo que, cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el 2001, el 2007 y el 2008, calculadas tomando como base los años 2000, 2006 y 2007, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de Grecia, Eslovenia y Chipre y Malta, respectivamente, a la zona del euro. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Chipre y Malta pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>).

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Así, los datos anteriores al 2001 se refieren al

Euro-11, es decir, los siguientes once Estados miembros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre el 2001 y el 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. Los datos del 2007 se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia y a partir del 2008 los datos se refieren al Euro-15, es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta.

Dado que la composición de la Unidad de Cuenta Europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio correspondiente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno, donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes (BCN) quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de

cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Euro-sistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figu-

ran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Monetary Financial Institutions and Markets Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers. Third Edition» (BCE, marzo 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95).

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de renta de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional; (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la

cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas cuentas no financieras de la zona del euro [es decir, cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, y los saldos vivos de los balances financieros conforme a una presentación más analítica. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite la descripción de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras y los saldos vivos del balance financiero conforme a una presentación más analítica.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de

cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (cuadros 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-13 (es decir, el Euro-12 más Eslovenia) (composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse pe-

riódicamente por referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nacionales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro, que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección

4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores emitidos distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las notas técnicas, para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.2 (principales pasivos, columna 21).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación

de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en dicha zona. Los tipos de interés de las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados por los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso y período inicial de fijación de los tipos de interés. Las nuevas estadísticas de tipos de interés sustituyen a las diez series estadísticas relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que, desde enero de 1999, se venían publicando en el Boletín Mensual.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día hasta diciembre de 1998, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta

diciembre de 1998, se disponía de los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos a dos, tres, cinco y siete años correspondían a valores a fin de período, y los rendimientos a diez años, a medias del período. A partir de ese momento, todos son medias del período. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculaban a partir de los rendimientos armonizados de la deuda pública de los distintos países ponderados por el PIB. A partir de esa fecha, las ponderaciones corresponden a los saldos nominales de la deuda pública en cada banda de plazos. Para Estados Unidos y Japón, los rendimientos a diez años son medias del período.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se

obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo³. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) nº 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001⁴. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁵, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁶. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos abonados por el empleador, menos los sub-

3 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

4 DO L 86, de 27.3.2001, p. 11.

5 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

6 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

sidios recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, (salvo las ventas de automóviles y motocicletas) excepto las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su

mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁷, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento nº 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 3605/93 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas⁸. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con

7 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

8 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

los Reglamentos (CE) nº 501/2004 y nº 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)⁹, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹⁰. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo del 2007), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

La presentación de las operaciones netas en la cuenta financiera sigue las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI: un incremento de los activos aparece con el signo menos, al mismo tiempo que un aumento de los pasivos figura con el signo más. En la cuenta corriente y en la cuenta de capital, tanto los ingresos como los pagos se presentan con el signo más.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

El cuadro 2 de la sección 7.1 presenta datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. En el cuadro 5 figura el detalle por sectores tenedores de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la ba-

9 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

10 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

lanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro últimos trimestres disponibles; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional correspondiente al final del último año disponible. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», del Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (p.i.i.) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable. Los datos trimestrales sobre posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral, o lo están con retraso, parte de los datos trimestrales sobre la citada posición se estiman a partir de las operaciones financieras y los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

En el cuadro 5 de la sección 7.4 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, que se actualizó el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.5 se recogen los datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente principal es Eurostat. El BCE calcula los índices del comercio en términos reales a partir de los índices de valor unitario y de comercio en términos nominales facilitados por Eurostat, y desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los datos del comercio en términos nominales.

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China continental no incluyen Hong Kong.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos

de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con las rúbricas de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 a 7.3). En las importaciones, la diferencia ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), debiéndose una parte significativa de este porcentaje a la inclusión de los seguros y fletes (c.i.f.) en los datos de comercio exterior.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-24 está integrado por los 14 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-44 incluye, además de los del TCE-24, los siguientes países: Argelia, Ar-

gentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 8, titulado «Los tipos de cambio efectivos del euro tras las recientes ampliaciones de la zona del euro y de la UE», en el Boletín Mensual de marzo del 2007, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



12 DE ENERO Y 2 DE FEBRERO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,25%, 3,25% y 1,25%, respectivamente.

2 DE MARZO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de marzo de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de marzo de 2006.

6 DE ABRIL Y 4 DE MAYO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

8 DE JUNIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de junio de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 15 de junio de 2006.

6 DE JULIO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de

financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

3 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de agosto de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de agosto de 2006.

31 DE AGOSTO DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3%, 4% y 2%, respectivamente.

5 DE OCTUBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de octubre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de octubre de 2006.

2 DE NOVIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de fi-

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2005 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

nanciación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

7 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,50%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de diciembre de 2006. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,50% y el 2,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de diciembre de 2006.

21 DE DICIEMBRE DE 2006

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 40 mm de euros a 50 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2007. Al fijar este importe se han tomado en consideración los siguientes factores: las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro se han incrementado considerablemente en los últimos años, y se espera que vuelvan a aumentar en el año 2007. Por lo tanto, el Eurosistema ha decidido elevar ligeramente el porcentaje de necesidades de liquidez cubiertas con las operaciones de financiación a plazo más largo, aunque continuará proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno puede ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2008.

11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,50%, 4,50% y 2,50%, respectivamente.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE, 6 DE DICIEMBRE DE 2007 Y 10 DE ENERO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4%, 5% y 3%, respectivamente.



DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2007

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2007. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre octubre y diciembre del 2007. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.europa.eu.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2006», abril 2007.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2007».

«Informe de Convergencia mayo 2007: Introducción, marco para el análisis y resúmenes de países».

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«La UE ampliada y las economías de la zona del euro», enero 2007.

«Evolución de las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro en la última década», enero 2007.

«La expansión de la economía China en perspectiva», enero 2007.

«Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», febrero 2007.

«Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras», febrero 2007.

«Remesas de emigrantes a las regiones vecinas de la UE», febrero 2007.

«La comunicación de la política monetaria a los mercados financieros», abril 2007.

«Diferenciales de crecimiento del producto en la zona del euro: fuentes e implicaciones», abril 2007.

«Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública», abril 2007.

«Inflación observada e inflación percibida en la zona del euro», mayo 2007.

«Competencia y evolución económica en el sector servicios de la zona del euro», mayo 2007.

«Factores determinantes del crecimiento en los Estados miembros de la UE de Europa central y oriental», mayo 2007.

«Operaciones de recompra de acciones propias en la zona del euro», mayo 2007.

«Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», julio 2007.

«Países exportadores de petróleo: Principales características estructurales, evolución económica y reciclaje de los ingresos derivados del petróleo», julio 2007.

«Ajuste de los desequilibrios mundiales en un contexto de integración financiera internacional», agosto 2007.

«Financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro», agosto 2007.

«Operaciones apalancadas y estabilidad financiera», agosto 2007.

«Evolución a largo plazo de los préstamos de las IFM a los hogares en la zona del euro: Principales tendencias y determinantes», octubre 2007.

«Los sistemas de activos de garantía de la Reserva Federal, del Banco de Japón y del Eurosistema», octubre 2007.

«Circulación y suministro de billetes en euros y preparativos para la segunda serie de billetes», octubre 2007.

«Cambios estructurales y concentración de los mercados de valores: Implicaciones para la eficiencia del sistema financiero y para la política monetaria», noviembre 2007.



- «Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», noviembre 2007.
- «Evolución de la productividad y política monetaria», enero 2008.
- «Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro», enero 2008.
- «Experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas», enero 2008.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 4 «Privileges and immunities of the European Central Bank», por G. Gruber y M. Benisch, junio 2007.
- 5 «Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States», by K. Drēviņa, K. Laurinavičius y A. Tupits, julio 2007.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 55 «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», por U. Baumann y F. di Mauro, febrero 2007.
- 56 «Assessing fiscal soundness: theory and practice», por N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother y J.-P. Vidal, marzo 2007.
- 57 «Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe», por S. Herrmann y E. Katalin Polgar, marzo 2007.
- 58 «Long-term growth prospects for the Russian economy», por R. Beck, A. Kamps y E. Mileva, marzo 2007.
- 59 «The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years' experience», por C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen, abril 2007.
- 60 «Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa», por U. Böwer, A. Geis y A. Winkler, abril 2007.
- 61 «Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – a production function approach», por O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini y T. Zumer, abril 2007.
- 62 «Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective», por J. A. Garcia y A. Van Rixtel, junio 2007.
- 63 «Corporate finance in the euro area – including background material», por un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, junio 2007.
- 64 «The use of portfolio credit risk models in central banks», por un Grupo de Trabajo del Comité de Operaciones de Mercado del SEBC, julio 2007.
- 65 «The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations», por F. Coppens, F. González and G. Winkler, julio 2007.
- 66 «Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature», por N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert and G. Vitale, julio 2007.
- 67 «Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers», por J.-M. Israël and C. Sánchez Muñoz, julio 2007.
- 68 «The securities custody industry», por D. Chan, F. Fontan, S. Rosati y D. Russo, agosto 2007.
- 69 «Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy», por M. Sturm y F. Gurtner, agosto 2007.

- 70 «The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF», por M. Skala, C. Thimann y R. Wölfinger, agosto 2007.
- 71 «The economic impact of the Single Euro Payments Area», por H. Schmiedel, agosto 2007.
- 72 «The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe», por P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou y M. Lo Duca, septiembre 2007.
- 73 «Reserve accumulation: objective or by-product?», por J. O. de Beaufort Wijnholds y L. Søndergaard, septiembre 2007.
- 74 «Analysis of revisions to general economic statistics», por H. C. Dieden y A. Kanutin, octubre 2007.
- 75 «The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area», editado por P. Moutot y coordinado por D. Gerdesmeier, A. Lojschová y J. von Landesberger, octubre 2007.
- 76 «Prudential and oversight requirements for securities settlement», por D. Russo, G. Caviglia, C. Papanthassiou y S. Rosati, diciembre 2007.
- 77 «Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing», por E. Mileva y N. Siegfried, diciembre 2007.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

Research Bulletin, n.º 6, junio 2007.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 817 «Convergence and anchoring of yield curves in the euro area», por M. Ehrmann, M. Fratzscher, R. S. Gürkaynak y E. T. Swanson, octubre 2007.
- 818 «Is the time ripe for price level path stability?», por V. Gaspar, F. Smets y D. Vestin, octubre 2007.
- 819 «Proximity and linkages among coalition participants: a new voting power measure applied to the International Monetary Fund», por J. Reynaud, C. Thimann y L. Gaterek, octubre 2007.
- 820 «What do we really know about fiscal sustainability in the EU? A panel data diagnostic», por A. Afonso y C. Rault, octubre 2007.
- 821 «The social value of public information: testing the limits to transparency», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, octubre 2007.
- 822 «Exchange rate pass-through to trade prices: the role of non-linearities and asymmetries», por M. Bussière, octubre 2007.
- 823 «Modelling Ireland's exchange rates: from EMS to EMU», por D. Bond, M. J. Harrison y E. J. O'Brien, octubre 2007.
- 824 «Evolving US monetary policy and the decline of inflation predictability», por L. Benati y P. Surico, octubre 2007.
- 825 «What can probability forecasts tell us about inflation risks?», por J. A. García y A. Manzanares, octubre 2007.
- 826 «Risk-sharing, finance and institutions in international portfolios», por M. Fratzscher y J. Imbs, octubre 2007.
- 827 «How is real convergence driving nominal convergence in the new EU Member States?», por S. M. Lein-Rupprecht, M. A. León-Ledesma y C. Nerlich, noviembre 2007.
- 828 «Potential output growth in several industrialised countries: a comparison», por C. Cahn y A. Saint-Guilhem, noviembre 2007.
- 829 «Modelling inflation in China: a regional perspective», por A. Mehrotra, T. Peltonen y A. Santos Rivera, noviembre 2007.
- 830 «The term structure of euro area break-even inflation rates: the impact of seasonality», por J. Ejsing, J. A. García y T. Werner, noviembre 2007.

- 831 «Hierarchical Markov normal mixture models with applications to financial asset returns», por J. Geweke y G. Amisano, noviembre 2007.
- 832 «The yield curve and macroeconomic dynamics», por P. Hördahl, O. Tristani y D. Vestin, noviembre 2007.
- 833 «Explaining and forecasting euro area exports: which competitiveness indicator performs best?», por M. Ca' Zorzi y B. Schnatz, noviembre 2007.
- 834 «International frictions and optimal monetary policy cooperation: analytical solutions», por M. Darracq Pariès, noviembre 2007.
- 835 «US shocks and global exchange rate configurations», por M. Fratzscher, noviembre 2007.
- 836 «Reporting biases and survey results: evidence from European professional forecasters», por J. A. García y A. Manzanares, diciembre 2007.
- 837 «Monetary policy and core inflation», por M. Lenza, diciembre 2007.
- 838 «Securitisation and the bank lending channel», por Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués, diciembre 2007.
- 839 «Are there oil currencies? The real exchange rate of oil exporting countries», por M. M. Habib y M. M. Kalamova, diciembre 2007.
- 840 «Downward wage rigidity for different workers and firms: an evaluation for Belgium using the IWFP procedure», por P. Du Caju, C. Fuss y L. Wintr, diciembre 2007.
- 841 «Should we take inside money seriously?», por L. Stracca, diciembre 2007.
- 842 «Saving behaviour and global imbalances: the role of emerging market economies», por G. Ferrucci y C. Miralles, diciembre 2007.
- 843 «Fiscal forecasting: lessons from the literature and challenges», por T. Leal, J. J. Pérez, M. Tujula y J.-P. Vidal, diciembre 2007.
- 844 «Business cycle synchronisation and insurance mechanisms in the EU», por A. Afonso y D. Furceri, diciembre 2007.
- 845 «Run-prone banking and asset markets», por M. Hoerova, diciembre 2007.
- 846 «Information combination and forecast (st)ability: evidence from vintages of time-series data», por C. Altavilla y M. Ciccarelli, diciembre 2007.
- 847 «Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, eastern enlargement and competitiveness in the European Union», por G. Ottaviano, D. Taglioni y F. di Mauro, diciembre 2007.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Government finance statistics guide», enero 2007.
- «Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», enero 2007.
- «Letter from the President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament», enero 2007.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», febrero 2007.
- «List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2007 (sólo en Internet).
- «Financial statistics for a global economy - proceedings of the 3rd ECB conference on statistics», febrero 2007.
- «Euro Money Market Study 2006», febrero 2007 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament», febrero 2007.
- «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual», marzo 2007.
- «Financial integration in Europe», marzo 2007.
- «TARGET2-Securities - The blueprint», marzo 2007 (sólo en Internet).

«TARGET2-Securities - Technical feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
«TARGET2-Securities - Operational feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
«TARGET2-Securities - Legal feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
«TARGET2-Securities - Economic feasibility», marzo 2007 (sólo en Internet).
«Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System», abril 2007.
«How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins», abril 2007.
«Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU», abril 2007.
«TARGET Annual Report 2006», mayo 2007 (sólo en Internet).
«European Union balance of payments: international investment position statistical methods», mayo 2007.
«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Members States of the European Union: statistical tables», mayo 2007 (sólo en Internet).
«The euro bonds and derivatives markets», junio 2007.
«The euro bonds and derivatives markets», junio 2007 (sólo en Internet).
«Review of the international role of the euro», junio 2007.
«Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications», junio 2007.
«Financial Stability Review», junio 2007.
«Monetary policy: A journey from theory to practice», junio 2007.
«The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions», julio 2007 (solo en Internet).
«Fifth SEPA progress report», julio 2007 (solo en Internet).
«Potential impact of Solvency II on financial stability», julio 2007.
«The role of central counterparties-issues related to central counterparty clearing», ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, julio 2007.
«European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions», julio 2007.
«Payment and securities settlement in the European Union» (Blue Book), Vol. 1: euro area countries, Vol. 2 non-euro area countries, agosto 2007.
«EU banking structures», octubre 2007.
«TARGET2-Securities progress report», octubre 2007 (sólo en Internet).
«Fifth progress report on TARGET2» con el anejo 1 «Information guide for TARGET2 users (version 1.0), el anejo 2 «User information guide to TARGET2 pricing» y el anejo 3 «TARGET2 compensation scheme, claim form», octubre 2007 (sólo en Internet).
«Euro money market survey», noviembre 2007 (sólo en Internet).
«Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution», noviembre 2007 (sólo en Internet).
«Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties», diciembre 2007.
«Financial Stability Review», diciembre 2007.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«A single currency: an integrated market infrastructure», septiembre 2007.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Activos exteriores netos de las IFM: activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): la diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Balance consolidado del sector de las IFM: obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Comercio exterior de bienes: exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB a precios constantes por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuenta financiera: cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Curva de rendimientos: representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Deuda (Administraciones Públicas): la deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

Deuda pública indexada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB): encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo,

precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Otras inversiones: rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal

establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado: la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

Reservas internacionales: activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El Banco Central Europeo publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-22, integrado por los 12 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-22 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Vacantes: término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, han adoptado el euro como moneda única.